BƯỚC ĐI NGẪU NHIÊN TRÊN PHỐ WALL

BURTON G. MALKIEL



CHIẾN LƯỢC
ĐÃ ĐƯỢC KIỂM NGHIỆM
QUA THỜI GIAN
DÀNH CHO ĐẦU TƯ
THÀNH CÔNG

alphabooks knowledge is power



NHÀ XUẤT BẢN
LAO ĐỘNG - XÃ HỘI

Table of Contents

Burton G. Malkiel

BƯỚC ĐI NGẪU NHIÊN TRÊN PHỐ WALL

ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN: MỘT BƯỚC ĐI NGẪU NHIÊN?

Khi tham gia thị trường chứng khoán, bất cứ nhà đầu tư nào cũng mong muốn tìm ra các quy luật, phương thức tiếp cận thị trường hiệu quả nhằm khái quát thành những mô hình dự đoán giá chứng khoán, thu lợi cao nhất và chiến thắng thị trường. Rất nhiều phương pháp, lý thuyết đã ra đời nhằm mục đích đó. Tuy nhiên, Bước đi ngẫu nhiên (Random Walk), một trong những lý thuyết tài chính nổi tiếng đã phủ nhận khả năng thực hiện việc này.

Lý thuyết Bước đi ngẫu nhiên được Maurice Kendall đưa ra đầu tiên vào năm 1953 và trở nên phổ biến từ năm 1973, khi Burton Malkiel viết *A Random Walk Down Wall Street* (Bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall). Về cơ bản, lý thuyết Bước đi ngẫu nhiên cho rằng biến động của giá cổ phiếu là một chuỗi hoàn toàn độc lập, ngẫu nhiên, không thể dự đoán và những biến động trong quá khứ của giá không phải là chỉ số đáng tin cậy cho việc dự đoán xu thế tương lai. Lý thuyết này dựa trên cơ sở lý thuyết Thị trường hiệu quả, trong đó cho rằng mọi thông tin liên quan đến một công ty (lợi nhuận, kỳ vọng tương lai,…) đều đã được những người tham gia thị trường nắm bắt và phân tích kỹ lưỡng, vì vậy thị giá hiện tại luôn phản ánh đầy đủ các thông tin đó. Mọi cố gắng tìm ra sự khác biệt nhất thời giữa thị giá và giá trị là vô nghĩa.

Lấy lý thuyết Bước đi ngẫu nhiên làm nền tảng, cuốn sách *Bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall* củaBurton Malkiel được chia làm bốn phần. Phần đầu tiên hệ thống hóa các kiến thức cơ bản và những "thành tựu" quan trọng nhất của nhân loại trong lĩnh vực đầu tư, mối quan hệ giữa thị giá và giá trị. Phần 2 trình bày chi tiết về một số phương pháp đầu tư phổ biến nhất (như phân tích kỹ thuật và phân tích cơ bản), và đưa ra nhiều số liệu dẫn chứng cụ thể để dẫn đến kết luận là các phương pháp này hoặc không đem lại kết quả hoặc kết quả rất nghèo nàn. Trong phần 3, tác giả giới thiệu một số lý thuyết đầu tư hiện đại, nhằm giúp nhà đầu tư đưa ra những quyết định đầu tư chính xác. Phần thứ 4 là phần thực hành, tác giả hướng dẫn từng bước cụ thể cho kế hoạch đầu tư, như nên lựa chọn phương tiện đầu tư nào (vàng, trái phiếu, bất động sản…, tự đánh giá mức chịu đựng rủi ro mà bạn có thể chấp nhận, các hình thức đầu tư phù hợp trong từng giai đoạn khác nhau của cuộc đời, v.v...

Mặc dù lý thuyết và quan điểm của Burton Malkiel vẫn còn gây khá nhiều tranh cãi, đôi lúc hơi cực đoan, nhưng có thể nói hiếm cuốn sách nào trình bày mọi vấn đề liên quan đến đầu tư chứng khoán một cách đầy đủ, dễ hiểu và hấp dẫn như *Bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall*. Riêng đối với các nhà đầu tư Việt Nam, một vài nội dung trong cuốn sách chưa thật sự phù hợp với điều kiện hiện nay. Tuy nhiên đây vẫn là một cuốn sách rất hữu ích, giúp người đọc hình dung một cách hệ thống và toàn diện về các quan điểm, các lý thuyết đầu tư, đồng thời thu được những kiến thức căn bản rất cần thiết mà sách báo Việt Nam chưa mấy đề cập, từ đó tìm ra phương pháp đầu tư phù hợp nhất cho bản thân. Cùng với các cuốn khác trong bộ sách chứng khoán, Alpha Books trân trọng giới thiệu đến bạn đọc *Bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall*.

Hà Nội, tháng 09 năm 2009

CÔNG TY ALPHA BOOKS

Lời mở đầu

Đã hơn 35 năm trôi qua kể từ khi tôi bắt đầu viết bản thảo lần 1 *Bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall*. Thông điệp ban đầu của cuốn sách thật đơn giản: Khi mua và nắm giữ một quỹ đầu tư chỉ số, các nhà đầu tư sẽ kiếm lời nhiều hơn so với việc cố gắng mua và bán từng loại chứng khoán riêng lẻ hoặc các quỹ tương hỗ được quản lý tích cực. Tôi đã khẳng định chắc chắn rằng việc mua và nắm giữ tất cả các cổ phiếu theo chỉ số bình quân thị trường chứng khoán có thể sẽ hiệu quả hơn các quỹ được quản lý chuyên nghiệp có chi phí và giá giao dịch cao, vì thế ngốn mất một phần đáng kể lợi nhuận đầu tư.

Giờ đây, sau hơn 35 năm, thậm chí tôi càng tin tưởng mạnh mẽ vào thông điệp đó, khi những khoản lãi khổng lồ đã chứng minh tính đúng đắn của nó. Tôi có thể minh chứng điều này hết sức đơn giản. Một nhà đầu tư rót 10 nghìn đô-la ở thời điểm đầu năm 1969 vào quỹ chỉ số S&P 500 có thể có một danh mục đầu tư trị giá 422 nghìn đô-la vào năm 2006, với giả thiết rằng tất cả cổ tức đều được tái đầu tư. Ngược lại, một nhà đầu tư khác mua cổ phần của quỹ đầu tư được quản lý tích cực ở mức trung bình sẽ thấy khoản đầu tư của mình tăng lên 284 nghìn đô-la. Sự khác biệt là rất lớn. Đến ngày 31/3/2006, nhà đầu tư quỹ chỉ số sẽ thu về nhiều hơn 138 nghìn đô-la, gần bằng 50% khoản tiền góp vốn cuối cùng của nhà đầu tư quỹ được quản lý tích cực ở mức trung bình trên.

Vậy thì, vì cớ gì tôi lại sửa đổi bổ sung cho lần tái bản thứ chín này của cuốn sách? Nếu thông điệp ban đầu vẫn không thay đổi, vậy thì có cái gì đổi khác, mới lạ? Câu trả lời chính là các công cụ tài chính với những thay đổi to lớn. Chính vì lẽ đó, cuốn sách sẽ cung cấp bản hướng dẫn đầu tư toàn diện cho các nhà đầu tư cá nhân – những người cần phải được cập nhật để có thể bao quát toàn bộ sản phẩm đầu tư hiện có. Ngoài ra, các nhà đầu tư cũng thu được lợi ích từ những phân tích quan trọng về nguồn thông tin mới vô cùng phong phú do các nhà nghiên cứu thuộc giới học thuật và chuyên gia thị trường cung cấp, với cách diễn đạt dễ hiểu đến mức bất kỳ người nào hứng thú với lĩnh vực đầu tư đều có thể đọc. Hiện nay có quá nhiều nhận xét về thị trường chứng khoán dễ gây hoang mang, do vậy cần phải có một cuốn sách đính chính mọi hiểu lầm.

Trong hơn 35 năm qua, chúng ta đã dần quen với những thay đổi công nghệ diễn ra nhanh chóng trong lĩnh vực môi trường tự nhiên. Những phát minh sáng tạo như máy điện thoại, truyền hình cáp, đĩa CD, DVD, lò vi sóng, máy tính xách tay, Internet, giao thức thoại qua Internet (VOIP), email và rất nhiều bước tiến mới trong lĩnh vực y tế, từ cấy ghép bộ phận, phẫu thuật bằng tia laze cho đến các phương pháp điều trị bệnh sỏi thận không cần phẫu thuật – tất cả đã tác động mạnh mẽ đến cuộc sống của chúng ta. Trong cùng khoảng thời gian đó, các sáng kiến tài chính cũng xuất hiện với tốc độ nhanh không kém. Năm 1973 – thời điểm ấn bản đầu tiên của cuốn sách này ra đời – chúng ta chưa có quỹ thị trường tiền tệ, tài khoản NOW (tài khoản vãng lai có trả lãi), ATM, quỹ tương hỗ chỉ số, quỹ ETF, quỹ miễn thuế, quỹ đầu tư thị trường mới nổi, quỹ đầu tư theo vòng đời, trái phiếu có lãi suất thả nổi, chứng khoán được bảo vệ khỏi lạm phát, quỹ đầu tư tín thác bất động sản (REIT), quỹ hưu trí cá nhân Roth IRA, quỹ 529 (quỹ tiết kiệm dành cho sinh viên), trái phiếu không trả lãi định kỳ, giao dịch hàng hóa kỳ hạn, và cũng chưa xuất hiện các phương pháp giao dịch mới như "bảo hiểm danh mục đầu tư" và "giao dịch lập trình". Đó chỉ là một vài thay đổi diễn ra trong môi trường tài chính. Cuốn

sách này sẽ cung cấp thêm nhiều nguồn tư liệu mới để lý giải về các sáng kiến tài chính, đồng thời chỉ cho bạn thấy với tư cách khách hàng, bạn sẽ được lợi gì từ các công cụ tài chính đó.

Trong lần tái bản thứ chín này, cuốn sách cũng mô tả rõ ràng và dễ hiểu về những tiến bộ trong lý thuyết và thực hành đầu tư. Cuốn sách bổ sung một chương mới (Chương 10) nhằm phác họa một lĩnh vực mới là tài chính hành vi, đồng thời nhấn mạnh những bài học quan trọng được đúc rút từ vốn hiểu biết sâu rộng của các nhà hành vi học mà nhà đầu tư nên học hỏi. Ngoài ra, cuốn sách còn thêm một phần mới trình bày về các chiến lược đầu tư thiết thực dành cho nhà đầu tư đã hoặc sắp nghỉ hưu.

Ấn bản này sẽ nghiên cứu chi tiết về chủ đề chính mà những ấn bản trước của *Bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall* đã đề cập – tức là thị trường định giá cổ phiếu hiệu quả đến mức mà ngay cả một con tinh tinh bị bịt mắt ném phi tiêu vào tờ *Wall Street Journal* cũng có thể lựa chọn một danh mục đầu tư hiệu quả giống như danh mục được các chuyên gia quản lý. Sau 35 năm, luận điểm đó vẫn không hề thay đổi. Có đến hơn ⅔ các nhà quản lý danh mục đầu tư chuyên nghiệp đã bị chỉ số S&P 500 "vượt mặt". Tuy nhiên, vẫn có khá nhiều chuyên gia trong giới học thuật và nhà đầu tư nghi ngờ về tính đúng đắn của lý thuyết này. Hai vụ sụp đổ thị trường chứng khoán vào tháng 10/1987 và tháng 7/2002 đã đặt ra thêm nhiều câu hỏi về tính hiệu quả của thị trường. Ấn bản này sẽ giải thích chủ đề gây tranh cãi gần đây và xem xét lại ý kiến cho rằng có thể "đánh bại thị trường". Ở Chương 11, tôi đã kết luận rằng các báo cáo về sự tàn lụi của lý thuyết thị trường hiệu quả đã quá ư phóng đại, cường điệu. Tuy nhiên, tôi sẽ xem xét lại bằng chứng về một loạt phương pháp lựa chọn cổ phiếu được tin là nghiêng về lợi thế thành công của nhà đầu tư cá nhân.

Về cơ bản, cuốn sách vẫn đưa ra hướng dẫn đầu tư thú vị dành cho các nhà đầu tư cá nhân. Khi tham khảo ý kiến của nhiều người về chiến lược tài chính, tôi càng nhận thấy rõ rằng khả năng chịu đựng rủi ro của một người chủ yếu phụ thuộc vào độ tuổi và khả năng thu nhập từ các nguồn phi đầu tư. Đồng thời, yếu tố rủi ro trong hầu hết các vụ đầu tư đều giảm dần theo khoảng thời gian nắm giữ khoản đầu tư. Vì lẽ đó, các chiến lược đầu tư tối ưu phải liên quan đến yếu tố tuổi tác. Chương 14 với tựa đề "Hướng dẫn đầu tư theo vòng đời" sẽ rất hữu ích đối với tất cả mọi người thuộc nhiều độ tuổi khác nhau. Chỉ riêng chương này cũng có giá trị bằng cả một buổi hẹn gặp nhà tư vấn tài chính với mức phí cao.

Tháng 6 năm 2006

BURTON G. MALKIEL, ĐẠI HỌC PRINCETON [TV1]

PHẦN I: Cổ phiếu và Giá trị của cổ phiếu

1. Nền tảng vững chắc và lâu đài trên cát

Thế nào là một người hay hoài nghi? Đó là người biết rừ giỏ cả của mọi thứ, nhưng lại chẳng biết giỏ trị của thứ gỡ.

—Oscar Wilde

Trong cuốn sách này, tôi sẽ giúp bạn thực hiện bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall, cung cấp chỉ dẫn về một cuộc hành trình vào thế giới tài chính đầy phức tạp cũng như lời khuyên thiết thực về các cơ hội và chiến lược đầu tư. Nhiều người cho rằng nhà đầu tư cá nhân hiếm khi có cơ hội đánh bại các chuyên gia Phố Wall. Họ chỉ ra các chiến lược đầu tư chuyên nghiệp sử dụng các công cụ phái sinh phức tạp, họ đọc bản tin về các vụ lừa đảo tài chính, âm mưu của các tập đoàn, các vụ chuyển nhượng đình đám và các hoạt động của quỹ đầu cơ. Những vấn đề phức tạp này đã chứng tỏ không còn chỗ đứng dành cho nhà đầu tư cá nhân trong các thị trường được thể chế hóa như ngày nay. Đó có thể là chân lý. Thế nhưng, bạn có thể làm tốt như các chuyên gia – thậm chí còn hơn. Khi thị trường chứng khoán bị nhấn chìm vào tháng 10/1987, chính các nhà đầu tư kiên định từng can đảm tiến lên phía trước đã được chứng kiến giá trị số cổ phiếu mà họ đang nắm giữ dần phục hồi và tiếp tục mang về những khoản lợi nhuận hấp dẫn. Trong khi đó, rất nhiều tay chuyên nghiệp đã mất sạch cơ nghiệp trong thập niên 1990 khi áp dụng các chiến lược phái sinh mà họ không hiểu rõ, cũng như vào đầu thập niên 2000 khi danh mục đầu tư của họ chất đầy các cổ phiếu công nghệ có giá quá cao.

Cuốn sách này là cẩm nang hướng dẫn ngắn gọn, súc tích dành cho nhà đầu tư cá nhân. Nó bao quát tất cả mọi vấn đề, từ bảo hiểm cho tới thuế thu nhập, đồng thời chỉ ra cách thức mua bảo hiểm nhân thọ cũng như tránh bị các ngân hàng và người môi giới lột sạch. Thậm chí, cuốn sách này còn chỉ cho bạn cách đầu tư đúng đắn vào vàng và kim cương. Tuy nhiên, về cơ bản, đây là cuốn sách viết về cổ phiếu thường – một môi trường đầu tư không chỉ mang lại lợi nhuận khổng lồ dài hạn trong quá khứ mà còn tạo ra nhiều cơ hội tuyệt vời trong tương lai. Lý thuyết đầu tư vòng đời được trình bày trong Phần IV sẽ đưa ra những gợi ý, đề xuất cụ thể cho từng nhóm độ tuổi về một danh mục đầu tư có thể đáp ứng các mục tiêu tài chính của họ, bao gồm cả lời khuyên về đầu tư hưu trí.

Thế nào là bước đi ngẫu nhiên?

Bước đi ngẫu nhiên là một quá trình trong đó người ta không thể dựa vào các hoạt động xảy ra trong quá khứ để phỏng đoán những bước đi hoặc phương hướng trong tương lai. Áp dụng trong thị trường chứng khoán, thuật ngữ này ám chỉ những thay đổi nhanh chóng và bất thường của giá cổ phiếu. Các dịch vụ tư vấn đầu tư, dự đoán lợi nhuận và mô hình biểu đồ phức tạp đều trở nên vô dụng. Ở Phố Wall, thuật ngữ "bước đi ngẫu nhiên" chỉ sự lăng mạ. Nó do giới học thuật đưa ra nhằm ám chỉ những tay "ăn ốc nói mò" chuyên nghiệp. Nếu xét theo tính logic, có thể hiểu cụm từ này ám chỉ một con khỉ bị bịt mắt phóng phi tiêu vào trang bản tin tài chính của một tờ báo cũng có thể lựa chọn danh mục đầu tư hiệu quả như bất kỳ chuyên gia thực thụ nào.

Dĩ nhiên các nhà phân tích tài chính vận bộ comlê chỉn chu không thích bị so sánh với những con khỉ mông trần. Họ vặn lại rằng giới học thuật chỉ biết đắm chìm trong các phương trình và ký hiệu Hy Lạp chán ngắt, vô nghĩa đến nỗi không thể phân biệt được đâu là thị trường *bò* (thị trường giá lên), đâu là thị trường *gấu* (thị trường giá xuống). Các chuyên gia thị trường đã tự trang bị cho mình hai kỹ năng để đáp trả sự công kích của giới học thuật, đó là kỹ năng phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật mà chúng ta sẽ nghiên cứu kỹ hơn ở Phần II. Giới học thuật lại né tránh những thủ thuật này bằng cách làm cho lý thuyết về bước đi ngẫu nhiên trở nên phức tạp hơn với ba phiên bản ("yếu", "trung bình" và "mạnh") và đặt ra lý thuyết của riêng họ, được gọi là công nghệ đầu tư mới. Kỹ thuật này bao hàm một khái niệm là Beta, và tôi dự định sẽ bàn luận một chút về nó. Đầu thập niên 2000, thậm chí một số người trong giới học thuật đã đồng tình với các chuyên gia rằng ở một chừng mực nào đó, thị trường chứng khoán vẫn có thể dự đoán được. Tuy nhiên, cuộc chiến không khoan nhượng vẫn tiếp diễn bởi lẽ đối với giới học thuật, tiền góp vốn là tài sản chiếm hữu, còn đối với các chuyên gia, nó lại là phần thưởng. Đó là lý do tại sao tôi cho rằng bạn sẽ thích *Bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall*. Cuốn sách quy tụ tất cả những tình tiết của một vở kịch với đủ mọi cao trào – những được - mất lẫn những ý kiến tranh cãi kinh điển về nguyên do của chúng.

Tuy nhiên, trước khi chúng ta bắt đầu, có lẽ tôi nên tự giới thiệu qua về bản thân cũng như khả năng chuyên môn của tôi. Khi viết cuốn sách này, tôi tự đặt mình vào ba vị trí khác nhau, mỗi vị trí tạo nên một cái nhìn riêng biệt về thị trường chứng khoán.

Đầu tiên là vốn kinh nghiệm phong phú mà tôi thâu nhận được trong lĩnh vực phân tích đầu tư và quản lý danh mục đầu tư. Tôi khởi nghiệp với vị trí chuyên gia thị trường của một trong những hãng đầu tư hàng đầu ở Phố Wall. Sau đó, tôi là chủ tịch ủy ban đầu tư của một công ty bảo hiểm có lượng tài sản trị giá 800 tỷ đô-la và trong nhiều năm tôi giữ vị trí giám đốc của một trong những công ty đầu tư lớn nhất thế giới có tài sản lên đến hơn 1.000 tỷ đô-la. Kinh nghiệm mà tôi thu được khi đảm nhận các vị trí này là hết sức hữu ích.

Kế tiếp là vị trí hiện tại mà tôi đang đảm nhận: nhà kinh tế. Chuyên về các thị trường chứng khoán và hành vi đầu tư, tôi đã tích lũy được vốn kiến thức sâu sát về hoạt động nghiên cứu và tìm kiếm của giới học thuật đối với các cơ hội đầu tư. Tôi đã dựa vào rất nhiều kết quả nghiên cứu để đưa ra các đề xuất.

Cuối cùng, tất nhiên cũng không kém phần quan trọng, rằng bản thân tôi là một nhà đầu tư khá thành công trên thị trường chứng khoán. Thật lạ lùng là trong thế giới học thuật, người ta cho rằng một giáo sư thường không kiếm được nhiều tiền, ngoại trừ giáo sư đó có thể thừa kế rất nhiều tiền, kết hôn với người nhiều tiền và tiêu nhiều tiền; kiếm nhiều tiền là điều không thuộc về thế giới học thuật. Tuy nhiên, đó lại là người luôn "tận tụy", hay đại loại giống như những gì các chính trị gia và nhà quản lý vẫn thường nói – đặc biệt là khi cố gắng biện bạch cho mức lương thấp lè tè của giới học thuật. Giới học thuật được cho là người tìm kiếm tri thức mới, chứ không phải là lợi nhuận về mặt tài chính. Vì lẽ đó, tôi sẽ kể cho các bạn về những thắng lợi mà tôi giành được ở Phố Wall ngay trong chính cuộc hành trình tìm kiếm tri thức đó.

Cuốn sách này tập trung rất nhiều sự kiện và con số. Tuy nhiên, chớ lo lắng! Nó được viết đặc biệt dành cho những người không chuyên trong lĩnh vực tài chính, đồng thời đưa ra những lời khuyên đầu tư thiết thực. Để đồng hành theo suốt cuốn sách, bạn không nhất thiết phải có vốn

hiểu biết từ trước. Tất cả những gì bạn cần là niềm hứng thú và khao khát làm cho các khoản đầu tư của bạn mang về thật nhiều món lời lớn.

Đầu tư là lẽ sống của thời đại ngày nay

Vậy tôi sẽ giải thích về "đầu tư" và cách phân biệt hoạt động này với "đầu cơ" theo quan điểm của mình. Theo tôi, đầu tư là một phương thức mua tài sản để kiếm lợi nhuận dưới hình thức thu nhập có thể dự đoán một cách hợp lý (cổ tức, tiền lãi hoặc lợi tức cho thuê) và/hoặc giá trị đầu tư sẽ tăng lên sau một thời gian dài. Chính thời gian hoàn vốn và khả năng dự đoán số tiền lãi là hai yếu tố tạo nên sự khác biệt giữa một khoản đầu tư và một vụ đầu cơ. Kẻ đầu cơ mua cổ phiếu với hy vọng kiếm lời trong một thời gian ngắn, vài ngày hoặc vài tuần. Trong khi đó, nhà đầu tư mua cổ phiếu có khả năng mang lại dòng tiền mặt đáng tin cậy trong tương lai cùng với các khoản lãi vốn được tính trong nhiều năm, thậm chí vài chục năm.

Tôi xin nói rõ rằng đây không phải là cuốn sách dành cho giới đầu cơ: Tôi không khẳng định bạn sẽ giàu lên nhanh chóng chỉ trong chớp mắt. Tôi không hứa hẹn về những điều kỳ diệu trên thị trường chứng khoán. Quả thực, giả dụ cuốn sách này có một phụ đề, thì phụ đề hoàn hảo nhất có lẽ là *Cuốn sách dạy bạn làm giàu chậm mà chắc*. Hãy nhớ rằng, các khoản đầu tư của bạn phải có tỷ suất lợi nhuận ngang bằng với lạm phát.

Vào đầu thập niên 2000, tỷ lệ lạm phát ở Mỹ và một số nước phát triển giảm xuống mức 2%, một số nhà phân tích tin rằng sự ổn định giá cả sẽ kéo dài mãi mãi. Họ cho rằng lạm phát giống như một trường hợp ngoại lệ hơn là một quy luật, và trong lịch sử, các giai đoạn mà tiến bộ công nghệ phát triển mạnh mẽ và nền kinh tế bình ổn chính là khi giá cả ổn định hoặc thậm chí còn giảm xuống. Có thể lạm phát rất hiếm hoặc hoặc không xảy ra trong các thập kỷ đầu thế kỷ XXI, song tôi tin rằng các nhà đầu tư không nên phủ nhận khả năng lạm phát sẽ leo thang trở lại vào thời điểm nào đó trong tương lai. Mặc dù năng suất tăng nhanh trong thập niên 1990 và đầu thập niên 2000, lịch sử đã chỉ cho chúng ta thấy tốc độ cải thiện luôn không đồng đều. Thậm chí, một số hoạt động theo hướng dịch vụ sẽ khó cải thiện được năng suất. Và trong suốt thế kỷ XXI, vẫn cần phải có bốn nhạc công để chơi một bộ tứ đàn dây, một bác sỹ phẫu thuật để thực hiện một ca mổ ruột thừa, và nếu như tiền lương của nhạc công và bác sỹ tăng lên theo thời gian, giá vé nghe nhạc và chi phí mổ ruột thừa ắt cũng sẽ tăng. Vì lẽ đó, thật sai lầm khi nghĩ rằng áp lực ngày càng gia tăng đối với giá cả không còn là điều đáng lo ngại nữa.

Giả sử tỷ lệ lạm phát tăng 2-3% – thấp hơn rất nhiều so với mức của thập niên 1970 và đầu thập niên 1980 – sự tác động lên sức mua vẫn rất ghê gớm. Bảng dưới đây cho thấy tỷ lệ lạm phát trung bình khoảng 4% đã duy trì trong suốt giai đoạn 1962-2006. Tờ báo buổi sáng mà tôi thường đọc đã tăng giá 1.900%. Mức giá của quán bar Hershey mà tôi hay đến đã tăng 15 lần. Nếu lạm phát vẫn tiếp tục tăng ở mức này, thì đến năm 2020, tờ báo buổi sáng sẽ có giá hơn 2 đô-la. Rõ ràng là
dù nếu phải đối mặt với mức lạm phát nhẹ, chúng ta vẫn phải áp dụng các chiến lược đầu tư giúp duy trì sức mua; nếu không thì chúng ta sẽ phải chứng kiến mức sống sụt giảm không ngừng.

Bảng 1.1: Tác động khủng khiếp của lạm phát

	Trung bình năm 1962	*Trung bình năm 2006*	*Tỷ lệ tăng*	*Tỷ lệ lạm phát gộp hàng năm (%)*
Chỉ số giá tiêu dùng	30,20	203,10	572,5	4,4
Quán bar Hershey	0,05 đô-la	0,75 đô-la	1.400,0	6,2
Tạp chí *New York Times*	0,05	1,00	1.900,0	7,0
Bưu phí hạng nhất	0,04	0,39	875,0	5,3
Dầu (tính theo gallon)	0,31	2,56	725,8	4,9
Bánh hamburger (McDonald)	0,28	3,25	1.060,7	5,5
Ôtô Chevrolet	2.529,00	23.750,00	839,1	5,2
Tủ lạnh	470,00	950,00	102,1	1,6

Đầu tư vẫn đòi hỏi phải tiếp tục làm việc. Đã có nhiều câu chuyện lãng mạn với mô típ một gia đình giàu có mất sạch tài sản chỉ vì bất cẩn hay không biết giữ và tiêu tiền như thế nào. Chính lối làm ăn tự do, là nguyên nhân dẫn đến sự suy vong của nhiều gia đình: Họ đã không làm việc để gìn giữ gia tài của mình. Thậm chí nếu bạn ủy thác tất cả số vốn của mình cho một chuyên gia tư vấn đầu tư hay một quỹ đầu tư, bạn vẫn cần phải biết chuyên gia tư vấn nào hay loại quỹ nào phù hợp nhất để đầu tư số vốn đó. Với những thông tin được cung cấp trong cuốn sách này, bạn sẽ cảm thấy dễ dàng hơn khi đưa ra các quyết định đầu tư.

Tuy nhiên, điều quan trọng nhất cần phải nhớ đó là đầu tư rất thú vị. Thật thích thú khi đấu trí với một cộng đồng đầu tư rộng lớn và rồi phần thưởng bạn nhận được là tài sản ngày càng gia tăng. Và thật hứng khởi khi xem xét lại các khoản lãi đầu tư của mình và chứng kiến chúng gia tăng theo thời gian, với tốc độ nhanh hơn nhiều so với mức lương bạn đang nhận. Và cũng thật thú vị khi học hỏi những ý tưởng về sản phẩm và dịch vụ mới cũng như những đổi mới dưới hình thức các khoản đầu tư tài chính. Một nhà đầu tư thành công thường là người có tầm nhìn bao quát, hiếu kỳ và đam mê với cách thức kiếm tiền hiệu quả.

Lý thuyết đầu tư

Tất cả các khoản lãi đầu tư – cho dù là từ cổ phiếu thường hay kim cương quý hiếm – đều phụ thuộc vào các sự kiện xảy ra trong tương lai ở những mức độ khác nhau. Chính điều này tạo nên sức hút của hoạt động đầu tư: Đó là một canh bạc mà tỷ lệ thắng cuộc phụ thuộc vào khả năng dự đoán tương lai. Các chuyên gia trong giới đầu tư vẫn thường sử dụng một trong hai phương pháp sau để định giá tài sản: thuyết nền tảng vững chắc và thuyết lâu đài trên cát. Hai thuyết này đã giúp nhiều người kiếm được hàng triệu đô-la, nhưng cũng có không ít người thua lỗ chừng ấy tiền. Tuy nhiên, có một điều lý thú là chúng dường như loại trừ lẫn nhau. Cần phải hiểu rõ hai phương pháp này nếu bạn muốn đưa ra các quyết định đầu tư khôn ngoan. Đây cũng là điều kiện tiên quyết giúp bạn tránh mắc phải những sai lầm ngớ ngẩn gây hậu quả nghiêm trọng. Đến cuối thế kỷ XX, một lý thuyết nữa được giới học thuật xây dựng và đặt tên là công nghệ đầu tư mới, đã trở nên phổ biến ở Phố Wall. Trong phần sau, tôi sẽ giải thích rõ lý thuyết này cũng như cách vận dụng nó vào phân tích đầu tư.

Thuyết nền tảng vững chắc

Thuyết nền tảng vững chắc cho rằng mỗi công cụ đầu tư, cho dù là một cổ phiếu thường hay bất động sản, đều có một cái mỏ neo vững chắc gọi là giá trị nội tại, có thể được xác định bằng những phân tích kín kẽ về các điều kiện hiện tại và tiềm năng tương lai. Khi giá thị trường tụt xuống thấp (tăng cao) so với nền tảng vững chắc của giá trị nội tại này, cơ hội mua (bán) sẽ xuất hiện, bởi vì sự dao động này cuối cùng sẽ được điều chỉnh. Khi đó, đầu tư trở thành vấn đề tẻ nhạt song lại so sánh rõ ràng mức giá thực của thứ gì đó với giá trị nền tảng vững chắc của nó.

Thật khó để suy tôn một cá nhân cụ thể nào đã sáng tạo nên thuyết nền tảng vững chắc. S. Eliot Guild thường được trao tặng vinh dự này, tuy nhiên John B. Williams lại là người đưa ra thuyết minh kinh điển về lý thuyết này, đặc biệt là những sắc thái liên quan.

Trong cuốn *The Theory of Investment Value* (Lý thuyết giá trị đầu tư), Williams đã giới thiệu một công thức thực tế để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu. Phương pháp của ông dựa trên cơ sở thu nhập cổ tức, đồng thời đưa khái niệm “chiết khấu” vào quá trình. Về cơ bản, chiết khấu bao gồm cả việc nghiên cứu các khoản thu nhập trước đó. Thay vì xem xét bạn sẽ kiếm được bao nhiêu tiền trong năm tới (chẳng hạn nếu đầu tư 1 đô-la vào chứng chỉ tiết kiệm với mức lãi suất 5%, bạn sẽ thu được 1,05 đô-la), hãy chú ý đến khoản tiền kỳ vọng trong tương lai và so sánh với giá trị thực của nó ở thời điểm hiện tại (vì thế, 1 đô-la của năm sau sẽ tương đương với 95 xu ở thời điểm hiện tại, được đầu tư với mức lãi suất 5% để đem lại khoảng 1 đô-la vào thời điểm đó).

Williams hoàn toàn nghiêm túc khi phát biểu như vậy. Ông tiếp tục lý luận rằng giá trị nội tại của một cổ phiếu tương đương với giá trị hiện tại (hoặc giá trị chiết khấu) của tất cả cổ tức trong tương lai. Các nhà đầu tư được khuyên nên “chiết khấu” giá trị của khoản tiền đã thu về sau này. Thuật ngữ “chiết khấu” ngày càng trở nên phổ biến và giờ đây được sử dụng rộng rãi trong giới đầu tư. Nó thậm chí càng thịnh hành hơn nữa khi được Giáo sư Irving Fisher – chuyên gia kinh tế, nhà đầu tư lỗi lạc – ủng hộ.

Tính chất logic của thuyết nền tảng vững chắc được đánh giá khá cao và có thể minh họa với cổ phiếu thường. Thuyết này nhấn mạnh rằng giá trị của một loại cổ phiếu phải được dựa trên cơ

sở dòng tiền lãi mà một hãng có khả năng đóng góp trong tương lai dưới hình thức cổ tức. Thật hợp lý là cổ tức hiện tại cũng như tỷ lệ gia tăng của nó càng cao, giá trị cổ phiếu càng lớn; vì vậy, sự khác biệt trong tỷ suất tăng trưởng là yếu tố cơ bản để định giá cổ phiếu. Bây giờ, phải kể đến một yếu tố nhỏ nhưng khó nắm bắt, đó là những kỳ vọng tương lai. Các nhà phân tích chứng khoán phải dự đoán tỷ lệ tăng trưởng dài hạn lẫn khoảng thời gian có thể duy trì mức tăng trưởng phi thường. Khi thị trường trở nên quá hào hứng với câu hỏi mức tăng trưởng tương lai có thể kéo dài trong bao lâu, ở Phố Wall thường xảy ra một hiện tượng là cổ phiếu không chỉ chiết khấu trong tương lai, mà thậm chí có thể ngay từ lúc này. Lý do là thuyết nền tảng vững chắc dựa trên một vài dự đoán phức tạp về phạm vi và thời gian kéo dài mức tăng trưởng tương lai. Vậy nên nền tảng của giá trị nội tại có thể không đáng tin cậy như những gì người ta vẫn khẳng định.

Thuyết nền tảng vững chắc không chỉ được các nhà kinh tế học sử dụng. Nhờ cuốn sách có tầm ảnh hưởng lớn lao của hai tác giả Benjamin Graham và David Dodd là *Security Analysis* (Phân tích chứng khoán), cả một thế hệ chuyên gia phân tích chứng khoán ở Phố Wall đã trở thành những người cùng chung mục đích. Các chuyên gia đã học được rằng việc quản lý đầu tư đúng đắn chỉ đơn giản là mua chứng khoán có giá tạm thời thấp hơn giá trị nội tại và bán chứng khoán có giá tạm thời quá cao. Chỉ đơn giản vậy thôi. Dĩ nhiên là các chỉ dẫn để xác định giá trị nội tại cũng được cung cấp, và bất cứ chuyên gia phân tích thành thạo nào cũng có thể tính được giá trị đó bằng cách gõ vài phím trên bàn tính. Có lẽ người áp dụng thành công nhất phương pháp của Graham và Dodd là Warren Buffett, thường được mệnh danh là “nhà hiền triết Omaha”. Buffett đã lập một kỷ lục đầu tư đi vào huyền thoại, trung thành với phương pháp của thuyết nền tảng vững chắc.

Thuyết lâu đài trên cát

Thuyết lâu đài trên cát tập trung vào các giá trị tinh thần. John Maynard Keynes, nhà kinh tế học nổi tiếng và là nhà đầu tư thành công, đã phát biểu thuyết này rõ ràng nhất vào năm 1936. Theo quan điểm của ông, các nhà đầu tư chuyên nghiệp không thích bỏ công sức để dự đoán các giá trị nội tại, mà thay vào đó, họ thích phân tích hành vi của giới đầu tư trong tương lai và cách thức mà trong những thời điểm lạc quan, giới đầu tư có xu hướng đặt hy vọng vào lâu đài trên cát. Nhà đầu tư thành công thường cố gắng giành được cuộc thỏa thuận mua bán chứng khoán bằng cách dự đoán các giai đoạn đầu tư nào dễ bị ảnh hưởng nhất với hoạt động xây lâu đài của đám đông, rồi sau đó họ mua trước đám đông.

Keynes cho rằng thuyết nền tảng vững chắc đòi hỏi quá nhiều công sức và là giá trị không chắc chắn. Keynes đã áp dụng những gì mà ông từng phát biểu. Trong khi các chuyên gia tài chính ở London làm việc quần quật nhiều giờ liền cho đến khi mệt lử trong căn phòng chật ních, ông lại mua chứng khoán ngay trên chiếc giường của mình, trong khoảng nửa tiếng vào mỗi buổi sáng. Cách thức đầu tư nhàn hạ này đã mang về cho ông hàng triệu đồng bảng Anh.

Trong những năm diễn ra cuộc suy thoái, khi Keynes trở nên nổi tiếng, hầu hết mọi người đều tập trung vào ý tưởng của ông để kích thích nền kinh tế. Thật khó để ai đó có thể xây tòa lâu đài trên cát hoặc mơ mộng những người khác sẽ làm như thế. Tuy nhiên, trong cuốn *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Lý thuyết tổng quát về việc làm, lãi suất và tiền tệ), Keynes đã dành hẳn một chương bàn về thị trường chứng khoán và tầm quan trọng

của kỳ vọng của các nhà đầu tư.

Khi bàn về cổ phiếu, Keynes đã chỉ ra rằng không ai biết chắc yếu tố nào sẽ ảnh hưởng đến triển vọng về tiền lãi cũng như khả năng thanh toán cổ tức trong tương lai. Vì vậy, ông cho rằng hầu hết mọi người "thường không mấy quan tâm đến việc đưa ra các dự đoán dài hạn về khả năng sinh lời của một khoản đầu tư trong suốt vòng đời, mà thường chú ý hơn đến việc dự đoán những thay đổi về cơ sở định giá thông thường sớm hơn công chúng một chút." Nói cách khác, khi nghiên cứu thị trường chứng khoán, Keynes đã áp dụng nguyên tắc tâm lý thay vì sử dụng đánh giá tài chính. Ông viết: "Thật không khôn ngoan khi trả ở mức 25 cho một khoản đầu tư mà bạn tin rằng khả năng sinh lời tiềm năng xác định giá trị 30, nếu bạn cũng tin rằng thị trường sẽ định giá khoản đầu tư đó ở mức 20 trong vòng 3 tháng nữa."

Keynes đã miêu tả việc chơi cổ phiếu "Tương tự như khi tham gia một cuộc thi bình chọn sắc đẹp trên báo mà bạn phải lựa chọn 6 gương mặt đẹp nhất từ 100 bức ảnh, giải thưởng sẽ được trao cho người có lựa chọn gần đúng nhất với lựa chọn của cả nhóm nói chung".

Người chơi thông minh sẽ nhận ra tiêu chí đánh giá sắc đẹp của mỗi cá nhân không liên quan gì đến việc xác định người thắng cuộc. Một chiến lược hiệu quả hơn là hãy lựa chọn gương mặt mà những người khác có thể ưa thích. Lập luận này có ý nghĩa quan trọng. Xét cho cùng, những người chơi khác cũng có khuynh hướng hành động dựa theo trực giác của mình. Vì vậy, chiến lược tối ưu là không lựa chọn gương mặt mà người chơi cho là đẹp nhất hay gương mặt mà người khác có thể yêu thích, mà thay vào đó là phỏng đoán xu hướng đánh giá chung của mọi người hoặc cứ tiếp tục bám theo quá trình này.

Đặc điểm tương đồng với cuộc thi trên báo đã minh họa cho hình thức cơ bản của thuyết lâu đài trên cát về sự xác định giá. Theo quan điểm của người mua, một khoản đầu tư xứng với một cái giá nhất định vì người đó kỳ vọng sẽ bán lại cho một người khác với giá cao hơn. Nói cách khác, khoản đầu tư cứ tự động nâng giá của nó lên. Một người mua mới lại dự đoán rằng người mua trong tương lai sẽ đặt ra một mức giá thậm chí còn cao hơn nữa.

Trong thế giới này, cứ mỗi phút lại có một gã khờ sinh ra để mua khoản đầu tư của bạn với mức giá cao hơn giá bạn đã trả. Bất kỳ một mức giá nào cũng có thể được đặt ra, miễn là có người khác sẵn lòng trả cao hơn. Chẳng có lý do nào cả, đó chỉ là tâm lý đám đông. Tất cả những gì một nhà đầu tư khôn ngoan cần phải làm là đi đầu trong mọi vụ mua bán. Thuyết này có thể bị mỉa mai là thuyết của những kẻ đại ngốc. Thật sự là rất đúng khi trả giá cao gấp ba cho một thứ gì đó đáng giá, miễn là sau đó bạn có thể tìm được một kẻ khờ khạo trả với mức giá cao gấp năm lần.

Thuyết lâu đài trên cát được rất nhiều người ủng hộ, kể cả trong giới tài chính lẫn giới học thuật. Trong cuốn sách bán chạy có tựa đề *Irrational Exuberance* (Sự tăng trưởng phi lý), Robert Shiller đã lập luận rằng cơn cuồng Internet và cổ phiếu công nghệ cao suốt giai đoạn cuối thập niên 1990 chỉ có thể được giải thích bằng thuật ngữ "tâm lý đám đông". Tại các trường đại học, thuyết hành vi thị trường chứng khoán nhấn mạnh vào tâm lý đám đông đã nhận được sự ủng hộ trong những năm đầu thập niên 2000 từ các khoa kinh tế và trường kinh doanh hàng đầu ở khắp các nước phát triển. Chuyên gia tâm lý Daniel Kahneman đã được trao giải Nobel Kinh tế năm 2002 cho những cống hiến có ảnh hưởng sâu sắc đến lĩnh vực "tài chính hành vi". Trước đó, Oskar Morgenstern luôn là người đi đầu. Morgenstern cho rằng cuộc

tìm kiếm giá trị nội tại của cổ phiếu chính là cuộc tìm kiếm ma trơi. Trong một nền kinh tế trao đổi, giá trị của bất kỳ tài sản nào cũng phụ thuộc vào giao dịch thực tế hoặc trong tương lai. Ông tin rằng mỗi nhà đầu tư nên khắc ghi câu châm ngôn Latinh dưới đây:

Res tantum valet quantum vendi potest.

(Một thứ chỉ đáng giá với những gì mà người khác trả cho nó).

Làm thế nào để thực hiện bước đi ngẫu nhiên

Hãy cùng tôi thực hiện bước đi ngẫu nhiên qua khu rừng đầu tư, với chuyến dạo chơi đến Phố Wall. Nhiệm vụ đầu tiên của tôi là giúp bạn làm quen với các mô hình định giá trong lịch sử và cách thức chúng gắn kết với hai thuyết đánh giá đầu tư. Chính Santayana đã cảnh báo rằng nếu không chịu rút ra các bài học từ quá khứ, thì chúng ta sẽ phải trả giá cho những sai lầm giống nhau. Vì vậy, ở chương sau tôi xin kể lại một số cơn sốt đầu cơ – xảy ra đã lâu cũng như rất gần đây. Một vài bạn đọc có thể xem thường sự vội vã của công chúng khi điên rồ đâm đầu mua củ hoa tulip ở Hà Lan vào thế kỷ XVII và bong bóng South Sea ở Anh vào thế kỷ XVIII. Thế nhưng không ai có thể xem thường cơn điên loạn về các cổ phiếu mới phát hành đầu thập niên 1960, hay chứng cuồng “Nifty Fifty[1]” xảy ra trong thập niên 1970. Giá đất đai và cổ phiếu ở Nhật bùng nổ với tốc độ chóng mặt, rồi hiện tượng sụt giá kinh hoàng đầu thập niên 1990 cũng như “cơn điên cuồng cổ phiếu các công ty Internet” trong năm 1999 và đầu năm 2000 đã liên tiếp gióng lên những lời cảnh báo rằng cả các nhà đầu tư cá nhân lẫn các nhà đầu tư chuyên nghiệp đều không thể miễn dịch với những sai lầm trong quá khứ.

2. Sự điên rồ của đám đông

Tháng 10. Đây là một trong những tháng cực kỳ nguy hiểm để đầu cơ cổ phiếu. Những tháng nguy hiểm khác là tháng 7, tháng 1, tháng 9, tháng 4, tháng 11, tháng 5, tháng 3, tháng 6, tháng 12, tháng 8 và tháng 2.

—Mark Twain, *Pudd'nhead Wilson*

Lòng tham vô đáy luôn là đặc điểm cơ bản của mọi cơn sốt đầu cơ trong lịch sử. Trong cơn khát tiền vô độ, người tham gia thị trường sẵn sàng ném đi những cơ sở giá trị vững chắc để chạy theo sự phỏng đoán mơ hồ, không chắc chắn, cho rằng họ cũng có thể vớ được món lãi béo bở bằng cách xây lâu dài trên cát. Kiểu suy nghĩ như vậy có thể, và đã từng, bao trùm lên nhiều quốc gia.

Tâm lý đầu cơ chính là một nhà hát đầy rẫy những trò lố bịch. Một số vở kịch sẽ được kể lại trong chương này. Tòa lâu đài được xây trong các vở kịch dựa trên ba câu chuyện về củ hoa tulip Hà Lan, các bong bóng của Anh và cổ phiếu blue-chip của Mỹ. Trong mỗi câu chuyện, đôi khi cũng có vài người kiếm được một chút tiền, tuy nhiên chỉ có một số rất ít có thể trải qua bình an vô sự.

Trong trường hợp này, lịch sử đã dạy cho chúng ta một bài học: Mặc dù thuyết lâu đài trên cát có thể giải thích thấu đáo về các cơn sốt đầu cơ như vậy, song để giành được phần thắng trước những phản ứng của đám đông luôn thay đổi là trò chơi nguy hiểm nhất. Trong tác phẩm kinh điển bàn về tâm lý đám đông, *The Crowd: A Study of the Popular Mind* (Tâm lý học đám đông), Gustave Le Bon đã chỉ ra rằng "Trong đám đông, người ta chỉ càng ngu dốt chứ không hề khôn ngoan hơn." Có vẻ như không nhiều người từng đọc qua cuốn sách này. Các thị trường tăng giá với tốc độ chóng mặt mà chỉ dựa vào sự trấn an đơn thuần về mặt tinh thần thường không thể kháng cự trước luật hấp dẫn về tài chính. Giá cả có thể tiếp tục tăng trong nhiều năm, tuy nhiên rốt cục kiểu gì chúng cũng sẽ chuyển động theo hướng ngược lại. Những cuộc đảo chiều theo hướng đi xuống như vậy thường gây ra một cơn chấn động bất ngờ; và cơn sốt đầu cơ càng lớn, hậu quả nó để lại càng khốc liệt. Khi tất cả mọi thứ rơi vào thời kỳ sụp đổ, một vài người xây lâu đài trên cát liều lĩnh, khá lanh lẹ và khôn ngoan có thể dự đoán chính xác những cơn sụt giá như vậy và họ trốn thoát mà không bị thua lỗ nặng nề.

Cơn cuồng củ hoa tulip

Cơn cuồng củ hoa tulip là một trong những cơn sốt đầu cơ giúp người ta phất lên nhanh chóng nhất trong lịch sử. Sự thái quá của cơn cuồng này càng hiện lên rõ ràng hơn khi người ta nhận ra rằng nó từng xảy ra tại đất nước Hà Lan yên bình vào đầu thế kỷ XVII. Những sự kiện dẫn đến cơn sốt đầu cơ này khởi phát từ năm 1593, khi một vị giáo sư thực vật học đến từ Vienna mang tới vùng Leyden một bộ sưu tập các giống cây lạ có nguồn gốc từ Thổ Nhĩ Kỳ. Người dân Hà Lan rất mê giống cây mới này, tuy nhiên họ không bằng lòng với giá mà vị giáo sư đưa ra (ông hy vọng sẽ bán củ hoa tulip và kiếm được một khoản béo bở). Đêm nọ, một tên trộm đột nhập vào nhà vị giáo sư và lấy cắp củ hoa tulip rồi bán chúng với giá thấp hơn, song vẫn thu được một khoản lời khá khẩm.

Trong khoảng một thập kỷ tiếp theo, hoa tulip trở nên phổ biến trong các vườn hoa ở Hà Lan, song giá của nó vẫn rất đắt. Nhiều bông hoa bị nhiễm loại virus vô hại có tên là mosaic. Chính loại virus này là nguyên nhân làm bùng nổ cơn đầu cơ củ hoa tulip khủng khiếp. Virus khiến cánh hoa tulip có những sọc màu tương phản sặc sỡ. Người dân Hà Lan rất chuộng loại hoa bị nhiễm virus và gọi đó là "điểm lạ". Trong một thời gian ngắn, kiểu thị hiếu mới dấy lên là giống hoa càng khác lạ, nó càng đắt giá.

Dần dần, chứng nghiện hoa tulip bùng phát. Ban đầu, những người bán củ hoa chỉ cố gắng phỏng đoán kiểu pha màu nào sẽ thịnh hành trong năm tới. Sau đó, họ mua tích trữ khối lượng lớn với hy vọng giá sẽ tăng. Giá củ hoa tulip bắt đầu tăng như vũ bão. Loại củ càng đắt tiền, người ta càng tin đó là khoản đầu tư khôn ngoan. Charles Mackay đã ghi lại những sự kiện này trong cuốn *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (Những ảo tưởng hết sức phổ biến và sự điên rồ của đám đông), chỉ ra rằng mọi ngành nghề thông thường đều biến sạch trong cơn sốt đầu cơ củ hoa tulip: "Từ những người thuộc tầng lớp quý tộc cho đến dân thường, nông dân, thợ sửa máy, thủy thủ, lính bộ binh, người hầu, thậm chí cả người quét ống khói đều đắm chìm với hoa tulip." Mọi người đều ngỡ cơn cuồng hoa tulip sẽ kéo dài mãi, rằng người dân từ khắp nơi trên thế giới sẽ đến Hà Lan để mua hoa tulip với bất kỳ mức giá nào.

Những người cho rằng giá không thể tăng cao hơn nữa ngao ngán ngồi nhìn bạn bè và người thân thu về những khoản lợi nhuận khổng lồ. Thật khó để cưỡng lại sức cám dỗ gia nhập cuộc chơi, thế nhưng một vài người dân Hà Lan vẫn đủ sức kháng cự. Trong những năm cuối của mốt thịnh hành hoa tulip, tức là khoảng từ năm 1634 đến đầu năm 1637, người ta bắt đầu trao đổi tài sản cá nhân, như đất đai, đồ trang sức, đồ đạc để lấy củ hoa tulip – thứ hàng sẽ giúp họ trở nên giàu có hơn. Giá củ hoa tulip đội lên đến mức trên trời.

Một trong những đặc điểm của thị trường tài chính là khi thật sự có nhu cầu về cách thức để chụp lấy cơ hội đầu cơ, thị trường chắc chắn sẽ tạo ra cách thức để có được cơ hội đó. Công cụ giúp những người đầu cơ hoa tulip làm tất cả mọi thứ vì tiền chính là các "quyền chọn mua", giống như các quyền khá phổ biến trong thị trường chứng khoán ngày nay.

Quyền chọn mua cho phép người nắm quyền mua củ hoa tulip (quyền chọn thời điểm mua) với giá cố định (thường xấp xỉ giá thị trường hiện thời) trong suốt một khoảng thời gian nhất định. Người này phải trả một khoản tiền gọi là phí quyền chọn, dao động trong khoảng 15-20% giá thị trường hiện thời. Chẳng hạn, nếu giá chọn mua một loại củ hoa tulip hiện thời là 100 đồng florin, thì người mua chỉ phải trả 20 đồng florin. Nếu giá tăng lên 200 đồng florin, khi đó người có quyền chọn mua sẽ tận dụng quyền của mình; họ sẽ mua với giá 100, đồng thời bán ra với giá hiện thời là 200. Như vậy, họ lãi được 80 đồng florin (100 đồng trừ đi 20 đồng – trả cho phí quyền chọn). Vì thế, khoản tiền của họ tăng lên gấp bốn lần; trong khi đó, nếu mua thẳng thì số tiền của họ sẽ chỉ tăng gấp đôi. Với quyền chọn mua, mọi người có thể tham gia cuộc chơi với khoản tiền góp vốn thấp hơn nhiều, đồng thời cũng mạo hiểm hơn bất cứ khoản đầu tư nào khác. Các quyền chọn tạo ra một lực làm tăng sức bật của khoản đầu tư nhằm mang về khoản tiền lãi lớn hơn, song điều này cũng đồng nghĩa với việc gia tăng nguy cơ rủi ro. Những công cụ như vậy đảm bảo luôn thu hút sự tham gia đông đảo của các nhà đầu tư trên thị trường. Và cho đến tận ngày nay, đặc điểm này vẫn không hề thay đổi.

Lịch sử trong giai đoạn này chứng kiến đầy rẫy những câu chuyện bi hài. Trong đó, có một câu

chuyện kể rằng trên đường về, một thủy thủ đã báo tin cho người lái buôn giàu có về chuyến tàu hàng mới sắp cập bến. Người lái buôn thưởng cho người thủy thủ một bữa sáng với cá trích đỏ. Khi nhìn thấy thứ mà anh cho là một củ hành ở trên quầy của người lái buôn, anh liền dùng nó để ăn kèm với cá trích. Người thủy thủ chẳng thể nào tưởng tượng nổi rằng "củ hành" đó có thể nuôi cả một đoàn thủy thủ trong suốt một năm. "Củ hành" đó thực ra là giống củ hoa tulip Semper Augustus đắt tiền. Anh thủy thủ phải trả một giá quá đắt cho món gia vị của mình – người lái buôn tống anh vào tù nhiều tháng vì đã phạm "trọng tội".

Các nhà sử học thường dựng lại bức tranh lịch sử, một vài nhà sử học tài chính đã nghiên cứu bằng chứng về nhiều loại bong bóng tài chính và cho rằng tính hợp lý đáng kể trong việc định giá chắc hẳn đã tồn tại từ đó. Peter Garber, một trong những nhà sử học theo chủ nghĩa xét lại, cho rằng việc định giá củ hoa tulip trong thế kỷ XVII ở Hà Lan hợp lý hơn nhiều so với suy nghĩ thông thường.

Garber đã đưa ra một số điểm khá thuyết phục, và tôi không có ý ám chỉ rằng không hề có sự hợp lý nào trong cơ cấu giá củ hoa tulip vào thời điểm đó. Chẳng hạn, Semper Augustus là một giống hoa cực hiếm và đẹp, như những gì Garber đã chỉ ra, loại củ này được định giá rất cao ngay từ nhiều năm trước khi chứng nghiện hoa tulip bùng phát. Hơn nữa, nghiên cứu của Garber đã chứng tỏ rằng thậm chí ngay cả khi giá củ hoa tulip nhìn chung bị sụt giảm mạnh, loại củ hiếm vẫn được bán với giá cao, mặc dù mức giá đó có thể thấp hơn nhiều mức giá đỉnh điểm. Thế nhưng Garber không thể tìm thấy lời giải thích hợp lý nào về hiện tượng giá củ hoa tulip tăng gấp 20 lần trong tháng 1/1637, rồi ngay sau đó lại trượt giá khủng khiếp hơn nhiều vào tháng 2. Rõ ràng, tương tự như những gì xảy ra trong tất cả các cơn sốt đầu cơ khác, giá rốt cục cũng sẽ tăng cao đến một ngưỡng mà người ta quyết định bán củ hoa tulip của mình. Chẳng bao lâu sau, những người khác cũng đi theo quyết định đó. Giống như quả cầu tuyết lăn xuống dốc, giá củ hoa tulip sụt giảm với tốc độ ngày càng nhanh và cơn điên cuồng chẳng còn thống trị được bao lâu nữa.

Các quan chức chính phủ đã đưa ra thông báo chính thức rằng chẳng có lý do gì để giá củ hoa tulip sụt giảm – nhưng không một ai nghe. Nhiều hãng buôn bị phá sản và hủy bỏ các cam kết mua củ hoa tulip. Kế hoạch của chính phủ nhằm thanh toán tất cả hợp đồng với 10% giá trị danh nghĩa không thể thực hiện được khi củ hoa tulip sụt giá thấp hơn cả mức này. Và giá cứ thế tiếp tục lao xuống cho đến khi hầu hết mọi giống hoa gần như trở thành vô giá trị và chỉ bán bằng giá một củ hành thông thường.

Bong bóng South Sea

Giả sử người môi giới gọi điện cho bạn và khuyên bạn nên đầu tư vào một công ty không có chút doanh số hay thu nhập nào, ngoại trừ triển vọng lớn. Bạn thắc mắc: "Kiểu làm ăn gì đây?" Và người môi giới của bạn bắt đầu giải thích: "Tôi rất tiếc, chẳng ai có thể biết được đây là kiểu làm ăn gì, song tôi có thể cam kết là anh sẽ thu về được món lời cực lớn." Bạn nói rằng đó chỉ là một trò lừa bịp. Bạn hoàn toàn đúng, tuy nhiên ba thế kỷ trước, đối với nước Anh, đây lại là một trong những sự kiện nóng hổi nhất lúc bấy giờ. Và như bạn có thể đoán, các nhà đầu tư bị cháy sạch túi. Câu chuyện này sẽ chỉ ra cho chúng ta thấy trò làm ăn gian lận càng khiến những người tham lam háo hức ném tiền qua cửa sổ.

Vào thời điểm xảy ra sự kiện Bong bóng South Sea, người Anh đã sẵn sàng ném tiền vào đầu tư. Thời kỳ phát triển hưng thịnh của Anh diễn ra khá dài, nhờ đó người dân đã tích lũy được những khoản tiết kiệm rất lớn, trong khi tiền bỏ ra đầu tư lại quá nhỏ giọt. Lúc bấy giờ, việc sở hữu cổ phiếu được coi như một đặc quyền đặc lợi. Đến cuối năm 1693, chỉ có khoảng 499 người có quyền sở hữu cổ phiếu Công ty East India. Họ có thể kiếm lời bằng nhiều cách khác nhau, đặc biệt là phần cổ tức không bị đánh thuế. Trong số những người này cũng có cả phụ nữ, bởi lẽ cổ phiếu được coi như là một trong số ít loại tài sản mà phụ nữ có thể sở hữu làm của riêng. Công ty South Sea đã sốt sắng đáp ứng nhu cầu về các công cụ đầu tư. Nó được thành lập năm 1711 nhằm khôi phục niềm tin trong dân chúng về khả năng chính phủ có thể làm tròn nghĩa vụ và chức năng của mình. South Sea đã gánh giấy nợ chính phủ với trị giá gần 10 triệu bảng Anh. Đổi lại, nó được phép độc quyền đối với tất cả hoạt động giao dịch ở khu vực Biển Nam. Công chúng tin tưởng rằng người ta sẽ thu về khoản tiền lớn từ các vụ giao dịch như vậy và đánh giá cổ phiếu của công ty với một sự ưu ái đặc biệt.

Ngay từ đầu, công ty South Sea đã kiếm được lợi nhuận từ những khoản phí do người khác phải trả. Những người nắm giữ chứng khoán chính phủ (mà sau này sẽ được chuyển thành của công ty) chỉ đơn giản trao đổi chứng khoán của họ để lấy của công ty South Sea. Những người biết trước về kế hoạch này đã lặng lẽ mua sạch chứng khoán chính phủ với giá 55 bảng, sau đó nâng chúng lên mức giá bằng với giá cổ phiếu của South Sea là 100 bảng khi công ty được sáp nhập. Không có bất kỳ vị giám đốc nào trong công ty có chút kinh nghiệm nào về hoạt động giao dịch ở khu vực Nam Mỹ. Điều này cũng không ngăn cản họ nhanh chóng trang bị các tàu chở nô lệ châu Phi (lúc bấy giờ, buôn bán nô lệ là một trong những thương vụ làm ăn rất béo bở ở Nam Mỹ). Dù vậy, thương vụ làm ăn như thế dường như cũng chẳng đem lại bao nhiêu lời lãi vì số nô lệ bị chết trên tàu rất nhiều.

Thế nhưng, các vị giám đốc lại cực kỳ khéo léo, tài giỏi trong nghệ thuật tạo dựng vẻ ngoài đánh lừa công chúng. Họ thuê một ngôi nhà hoành tráng ở London, phòng họp được trang bị 30 ghế bọc nhung kiểu Tây Ban Nha với khung gỗ dẻ và đinh mạ vàng. Trong khi đó, vùng Vera Cruz đang rất cần lượng hàng len trên tàu của công ty thì chúng lại được đưa thẳng đến Cartagena, bị vứt cho mục nát trên cầu tàu vì chẳng ai muốn mua. Dù vậy, cổ phiếu của công ty vẫn giữ giá, thậm chí còn tăng nhẹ trong một vài năm sau đó mặc cho tác động yếu ớt của cổ tức bằng cổ phiếu “thưởng” và cuộc chiến với Tây Ban Nha khiến cơ hội làm ăn bị gián đoạn tạm thời. John Carswell, tác giả của cuốn sách nổi tiếng The South Sea Bubble (Bong bóng South Sea), đã viết về John Blunt – giám đốc và là một trong những người luôn tung hô chứng khoán của công ty South Sea – như sau: “Ông ấy vẫn luôn giữ chặt quyển Kinh Thánh ở tay phải và tờ quảng cáo ở tay trái, nhưng sẽ chẳng bao giờ để cho tay phải biết tay trái đang làm gì.”

Ở phía bên kia Eo biển Măng-xơ, John Law – một người Anh bị trục xuất – đã lập một công ty cổ phiếu khác. Mục tiêu lớn trong đời của Law là thay thế tiền kim loại và nâng cao khả năng thanh toán bằng loại tiền giấy quốc gia được nhà nước hỗ trợ và kiểm soát thông qua mạng lưới cơ quan ở địa phương. Để thực hiện mục đích của mình, Law đã mua lại một công ty vô chủ có tên là Mississippi và xúc tiến xây dựng một khối liên minh để trở thành một trong những doanh nghiệp có vốn lớn nhất từ trước đến nay.

Công ty Mississippi đã thu hút giới đầu cơ cũng như tiền của họ từ khắp lục địa châu Âu. Cụm từ “triệu phú” cũng ra đời chính trong thời gian này, và chẳng có gì phải thắc mắc khi giá cổ

phiếu Mississippi tăng từ 100 lên 2.000 chỉ trong hai năm, mặc dù không có nguyên nhân nào lý giải cho sự gia tăng đột biến đó. Đã có thời điểm, cổ phiếu công ty Mississippi ở Pháp có tổng giá trị thị trường bị đội lên nhiều gấp 80 lần giá trị của tất cả vàng bạc trong nước cộng lại.

Trong khi đó, quay trở lại nước Anh ở phía bờ bên kia Eo biển Măng-xơ, chủ nghĩa hiếu chiến cũng bắt đầu nhen nhóm trong một số gia đình quý tộc Anh. Tại sao tất cả tiền đều đổ vào công ty Mississippi ở Pháp? Nước Anh phải làm gì để ngăn chặn hiện tượng này? Câu trả lời nằm ở chính công ty South Sea, lúc này tương lai của nó có vẻ đã sáng sủa hơn đôi chút, đặc biệt là vào thời điểm tháng 12/1719, khi tin tức loan báo rằng chiến tranh với Tây Ban Nha sẽ kết thúc, hòa bình lập lại và vì vậy con đường giao thương tới Nam Mỹ cuối cùng cũng được khơi thông. Người dân Mexico thì được cho là đang mong ngóng cơ hội trút hết mỏ vàng của họ để đổi lấy lượng hàng cotton và len phong phú đến từ Anh. Đây là một công ty tự do đang trong thời kỳ làm ăn phát đạt nhất.

Năm 1720, ban giám đốc, một lũ người tham lam và hám lợi, đã quyết định tư bản hóa danh tiếng của họ bằng cách đề nghị trả toàn bộ khoản nợ quốc gia lên đến 31 triệu bảng. Rõ ràng đây là một hành động dũng cảm và công chúng vô cùng ngưỡng mộ. Khi dự luật được đưa ra ở Quốc hội, giá cổ phiếu nhanh chóng tăng từ 130 bảng lên 300 bảng.

Một số người ủng hộ và bày tỏ mong muốn đền ơn việc dự luật được thông qua bằng một quyền chọn: Mỗi người được cấp một số lượng cổ phiếu nhất định mà không cần phải trả tiền; họ chỉ cần “bán” lại cổ phiếu cho công ty khi giá tăng lên và được hưởng phần lợi nhuận. Một trong những người được trao đặc ân này là bà giáo của vua George Đệ nhất và “các cháu gái” của bà.

Vào ngày 12/4/1720, năm ngày sau khi dự luật được thông qua, công ty South Sea đã bán một lượng cổ phiếu mới phát hành với giá 300 bảng. Lượng cổ phiếu này có thể được mua theo hình thức trả góp – trả 60 bảng bằng tiền mặt và số còn lại có thể trả thành 8 lần. Thậm chí nhà vua cũng không cưỡng lại được sức hút; Ngài đã góp tiền mua cổ phiếu với tổng trị giá 100 nghìn bảng. Giữa các nhà đầu tư nổ ra cuộc chiến tranh giành mua cổ phiếu. Giá đội lên mức 340 bảng trong vòng vài ngày. Để xoa dịu cơn khát của công chúng, ban giám đốc South Sea lại công bố phát hành một lượng cổ phiếu mới – lần này với giá 400 bảng. Thế nhưng cơn khát của công chúng vẫn không hề giảm bớt. Trong một tháng, giá đã lên đến 550 bảng và vẫn tiếp tục tăng cao nữa. Tuy nhiên, vào ngày 15/6, một lượng cổ phiếu mới lại được phát hành, và lần này phương thức thanh toán trả góp thậm chí còn dễ dàng hơn nhiều – trả 10% bằng tiền mặt và một năm sau mới thanh toán lần hai. Giá cổ phiếu chạm mức 800 bảng. Có đến một nửa số thành viên Thượng viện và hơn một nửa số thành viên Hạ viện tham gia cuộc chơi. Cuối cùng, giá tăng lên đến 1.000 bảng. Cơn sốt đầu cơ đạt đến mức đỉnh điểm.

Ngay cả South Sea cũng không thể đáp ứng được nhu cầu của tất cả những kẻ khờ khạo muốn ném tiền vào đầu tư cổ phiếu. Các nhà đầu tư tìm kiếm những phi vụ làm ăn mới mà họ có thể nhập cuộc ngay từ đầu. Cũng giống như các nhà đầu cơ ngày nay tìm kiếm thế hệ Microsoft và Google tiếp theo, thập niên đầu thế kỷ XVIII, ở Anh, người ta cũng tìm kiếm một công ty South Sea tiếp theo. Những người sáng lập đã sắp xếp và tung ra thị trường một lớn cổ phiếu mới phát hành để đáp ứng cơn khát đầu tư tham lam vô độ.

Ngày tháng trôi qua, những đề xuất cấp vốn mới được đưa ra, có những đề xuất rất sáng suốt song cũng có những đề xuất rất ngớ ngẩn, từ việc nhập khẩu một lượng lớn lừa đực từ Tây Ban Nha (mặc dù ở Anh đã quá dư thừa) cho đến việc biến nước mặn thành nước ngọt. Càng ngày, các phi vụ làm ăn càng dính dáng nhiều đến yếu tố lừa đảo, như việc sản xuất gỗ ván từ mùn cưa. Có khoảng gần 100 dự án khác nhau, dự án sau lại phi lý và dối trá hơn dự án trước, nhưng người ta vẫn nuôi hy vọng về một khoản lãi kếch sù. Chẳng bao lâu sau, các dự án này được gọi là "bong bóng", hoàn toàn chính xác như tính chất của tên gọi. Giống như bong bóng, các dự án này nổ bụp, tan biến nhanh chóng – thông thường chỉ trong khoảng một tuần.

Có vẻ như công chúng sẽ mua bất cứ thứ gì. Các công ty mới tìm kiếm nguồn vốn trong giai đoạn này được thành lập với các mục đích như đóng tàu chống cướp biển, khuyến khích nuôi ngựa ở Anh; kinh doanh tóc người; xây dựng bệnh viện cho trẻ cơ nhỡ; chiết xuất bạc từ chì; tách ánh sáng mặt trời từ quả dưa chuột; và thậm chí, sản xuất loại bánh xe chuyển động liên tục.

Tuy nhiên, "phần thưởng" chắc chắn sẽ thuộc về một kẻ vô danh, người sáng lập "một công ty để xúc tiến hoạt động kinh doanh vô cùng thuận lợi, thế nhưng chẳng ai biết được hoạt động đó là gì". Các tờ quảng cáo đều hứa hẹn mức lợi nhuận chưa từng có. Đúng 9 giờ sáng, khi sổ đăng ký góp vốn được mở, đám đông người dân thuộc mọi tầng lớp gần như xô đổ cửa để cố đăng ký góp vốn. Trong vòng 5 tiếng đồng hồ, 1.000 nhà đầu tư đã chuyển tiền của mình thành cổ phần của công ty. Kìm giữ lòng tham lam vô độ của mình, kẻ sáng lập công ty nhanh chóng đóng cửa tiệm và chuồn tới lục địa châu Âu, chẳng ai còn nghe nói về kẻ đó nữa.

Không phải mọi nhà đầu tư vào các công ty bong bóng đều tin vào tính khả thi của hệ thống mà họ góp vốn. Người ta đã "quá tinh khôn" trong chuyện này. Thế nhưng họ lại tin tưởng vào thuyết của những "kẻ đại xuẩn ngốc" – rằng giá sẽ tăng lên, rằng họ sẽ tìm thấy người mua và họ sẽ kiếm được tiền. Chính vì lẽ đó, hầu hết các nhà đầu tư cho rằng hành động của họ là hoàn toàn hợp lý, họ kỳ vọng sẽ bán cổ phần của mình với mức giá cao hơn ở "thị trường sau khi bán", tức là thị trường giao dịch các cổ phần sau khi chúng được phát hành lần đầu tiên.

Những người mà Chúa sẽ trừng trị, thì trước hết Chúa sẽ chế giễu, nhạo báng. Những dấu hiệu cho thấy cơn sốt đã sắp đến hồi kết được khẳng định bằng việc phát hành bộ bài South Sea. Mỗi quân bài đều có hình biếm họa một công ty bong bóng, với một đoạn thơ thích đáng in bên dưới. Một trong số đó là công ty Puckle Machine, được cho là sẽ sản xuất loại vũ khí bắn cả đạn tròn và đạn vuông. Puckle khẳng định loại vũ khí mới của công ty sẽ tạo nên một cuộc cách mạng trong lịch sử chiến tranh. Quân tám bích sau đây được đi kèm với bức tranh biếm họa và bốn câu thơ:

Một phát minh lạ kỳ hủy diệt cả đám đông

Những kẻ dại khờ ở quê nhà thay vì kẻ thù phương xa

Hỡi những người bạn của tôi,
xin đừng sợ cỗ máy khủng khiếp này,

Chúng chỉ có thể làm hại những kẻ có "phần" ở đó.

Puckie's Machine



M? t phát minh l? k? h? y di? t c? đám đông, nh? ng k? d? i kh? ? quê nhà thay vì k? thù ph? ? ng xa. H? i nh? ng ng? ? i b? n c? a tôi, xin đ? ng s? c? máy kh? ng khi? p này chúng

Có rất nhiều công ty bong bóng đã bị lôi ra bêu rếu như vậy song cũng chẳng thể làm nản chí giới đầu cơ. Tuy nhiên, vào tháng 8, một trận đại hồng thủy với lỗ thủng không thể hàn gắn đã ập đến công ty South Sea. Sự kiện này do ban giám đốc và các viên chức cấp cao của công ty gây ra. Khi nhận thấy giá cổ phiếu trên thị trường chẳng hề liên quan gì với triển vọng thực tế của công ty, những người đứng đầu công ty đã vội vàng bán tháo tất cả cổ phiếu vào mùa hè năm đó.

Tin tức bị rò rỉ và cổ phiếu bắt đầu sụt giá. Chỉ trong thời gian ngắn, cổ phiếu trượt giá thảm hại và đám đông rơi vào tình trạng hoảng loạn. Chính phủ đã cố gắng đến mức tuyệt vọng nhằm lấy lại uy tín cũng như kịp ngăn chặn tín dụng nhà nước bị sụp đổ hoàn toàn. Rơi vào cảnh ngộ tương tự, giá cổ phiếu của công ty Mississippi cũng tụt xuống mức cực thấp khi người ta bắt đầu nhận ra rằng tình trạng dư thừa tiền giấy chẳng đem lại sự giàu có thật sự nào cả, mà chỉ khiến lạm phát gia tăng. Trong số những người bị thua lỗ nặng trong câu chuyện Bong bóng South Sea có cả nhà bác học Isaac Newton, ông đã phải thốt lên: “Tôi có thể tính toán chuyển động của các thiên thể, vậy mà không thể nào lường được sự điên cuồng của đám đông.” Một cái giá quá đắt cho tòa lâu đài trên cát.

Để bảo vệ người dân không bị lợi dụng như vậy thêm nữa, Quốc hội đã thông qua đạo luật Bubble Act (Luật về giá bong bóng) cấm các công ty không được phát hành chứng chỉ cổ phiếu. Trong hơn một thế kỷ, cho đến khi đạo luật được bãi bỏ năm 1825, có rất ít cổ phiếu được phát hành trên thị trường Anh.

Biểu đồ 2.1: Giá cổ phiếu công ty South Sea của Anh, 1717-1722[MH2]

Rõ ràng câu chuyện củ hoa tulip và các bong bóng xảy ra từ thời xa xưa. Liệu rằng một câu chuyện tương tự có thể xảy ra trong thời hiện đại hay không? Hãy thử điểm lại những sự kiện quen thuộc và vừa xảy ra gần đây trong chính thời đại của chúng ta. Câu chuyện về nước Mỹ, miền đất hứa, bắt đầu vào thập niên 1920. Với việc nhấn mạnh quyền tự do và mức tăng trưởng, chúng ta đã tạo ra một trong những giai đoạn thịnh - suy đáng chú ý nhất trong thời đại văn minh.

Các điều kiện lúc bấy giờ hoàn toàn thuận lợi để cơn sốt đầu cơ bùng phát. Nước Mỹ đã trải qua thời kỳ hưng thịnh mà không quốc gia nào có thể sánh kịp và người ta không thể không tin vào các phi vụ làm ăn ở Mỹ. Calvin Coolidge[2] từng tuyên bố: “Công việc chính của người Mỹ là kinh doanh.” Các doanh nhân được ví như những nhà truyền giáo và gần như được tôn làm thần thánh. Những so sánh như vậy thậm chí được đưa ra theo hướng hoàn toàn đối lập. Trong cuốn *The Man Nobody Knows* (Người đàn ông bí ẩn), Bruce Barton thuộc hãng quảng cáo Batten, Barton, Durstine & Osborn, New York đã viết rằng Chúa Jesus chính là “doanh nhân đầu tiên” và những lời của Người là “bản quảng cáo có sức mạnh nhất mọi thời đại”.

Bảng 2.1

Bảng Anh

Bảng Anh

Phố Wall thất bại hoàn toàn

Chứng khoán	*Giá mở cửa ngày 3/3/1928*	*Giá cao ngày 3/9/1929**	*Tỷ lệ tăng trong 18 tháng*
American Telephone & Telegraph	179½	335⅝	87,0
Bethlehem Steel	56⅞	140⅜	146,8
Tập đoàn General Electric	128¾	396¼	207,8
Montgomery Ward	132¾	466½	251,4
National Cash Register	50¾	127½	151,2
Radio Corporation America	94½	505	434,5

* Được điều chỉnh để tách cổ phiếu và giá trị của các quyền nhận được từ sau ngày 3/3/1928.

Ngay từ năm 1928, đầu cơ thị trường chứng khoán đã trở thành một trò tiêu khiển phổ biến trên khắp cả nước. Từ đầu tháng 3/1928 đến đầu tháng 9/1929, giá cả thị trường đã tăng tương đương với mức tăng của cả giai đoạn từ 1923 đến đầu 1928 gộp

lại. Đôi khi giá cổ phiếu của một vài tập đoàn công nghiệp lớn tăng tới 10 hay 15 điểm một ngày. Bảng 2.1 mô tả biên độ của những lần tăng giá như vậy.

Không phải "tất cả mọi người" đều đầu cơ vào thị trường chứng khoán như người ta vẫn lầm tưởng. Việc vay mượn để mua cổ phiếu (đặt cọc mua chứng khoán) đã tăng từ mức 1 tỷ đô-la năm 1921 lên gần 9 tỷ đô-la năm 1929. Tuy nhiên, chỉ có khoảng 1 triệu người nắm giữ cổ phiếu mua chịu vào thời điểm năm 1929. Mặc dù vậy, tâm lý đầu cơ ít nhất cũng lan rộng như những cơn sốt đầu cơ trước đó và có một điều chắc chắn là cường độ của nó thì không gì có thể sánh nổi. Điều quan trọng hơn, đầu cơ cổ phiếu đã trở thành tâm điểm chính. Trong cuốn *Once in Golconda* (Một lần ở Golconda) [3], John Brooks đã trích dẫn nhận xét của một nhà báo thường trú người Anh khi mới đến New York: "Bạn có thể nói về luật cấm nấu và bán rượu, về Hemingway, về điều hòa không khí, âm nhạc hoặc đua ngựa, nhưng cuối cùng kiểu gì bạn cũng sẽ chuyển đề tài sang thị trường chứng khoán và đó chính là khi cuộc trò chuyện trở nên quan trọng."

Thật không may, lại có đến hàng trăm người buôn bán chứng khoán quá háo hức muốn giúp công chúng xây lâu đài trên cát. Hành vi thao túng trên sở giao dịch chứng khoán đã lập nên những kỷ lục mới về tính bất cẩn. Hình thức vốn đầu tư chung chính là ví dụ hoàn hảo nhất. Hình thức làm ăn kiểu này từng giúp giá cổ phiếu của RCA tăng 61 điểm trong vòng 4 ngày.

Để thực hiện hình thức vốn đầu tư chung đòi hỏi phải có sự hợp tác chặt chẽ, song mặt khác phải giữ thái độ hoàn toàn hờ hững với công chúng. Thông thường, những phi vụ làm ăn như vậy được khơi mào khi có một số thương nhân tự bắt tay với nhau để thao túng một loại cổ phiếu nào đó. Họ chỉ định một người quản lý vốn đầu tư chung (người này thực chất được xem như là một nghệ sỹ) và cam kết không chơi trò hai mặt thông qua các hoạt động kinh doanh cá nhân.

Người quản lý vốn đầu tư chung kín đáo mua cổ phiếu trong vài tuần để tích lũy một số lượng lớn. Nếu có thể, người này sẽ giành được quyền chọn mua một lượng cổ phiếu nhất định với giá thị trường hiện thời trong một khoảng thời gian được quy định rõ, chẳng hạn ba hoặc sáu tháng. Sau đó, người này sẽ lôi kéo chuyên gia cổ phiếu ở sàn giao dịch làm đồng minh.

Các thành viên tham gia góp vốn chung cũng liên quan tới chuyên gia đồng minh của họ. Một chuyên gia trên sở giao dịch chứng khoán đóng vai trò giống như người môi giới của một người môi giới. Nếu một loại cổ phiếu được giao dịch với giá 50 đô-la và bạn trao cho người môi giới lệnh mua ở mức giá 45 đô-la, thì thông thường người môi giới sẽ chuyển lệnh này tới chuyên gia. Khi giá cổ phiếu sụt xuống mức 45 đô-la, chuyên gia sẽ thực hiện lệnh mua. Tất cả lệnh mua với giá thấp hơn hoặc lệnh bán với giá cao hơn mức giá trị trường như vậy được lưu trong “cuốn sổ” cá nhân của chuyên gia. Bây giờ hẳn bạn đã hiểu tại sao chuyên gia lại đóng vai trò quan trọng như vậy đối với người quản lý vốn đầu tư chung. Cuốn sổ sẽ cung cấp thông tin về biên độ của các lệnh mua và bán sẵn có với giá thấp hơn và cao hơn giá thị trường hiện thời. Các thông tin này thường rất hữu ích, giúp bạn biết được càng nhiều quân bài của người chơi càng tốt. Và bây giờ, cuộc vui mới thật sự bắt đầu.

Nói chung, đến thời điểm này người quản lý vốn đầu tư chung sẽ để các thành viên góp vốn chung tự giao dịch với nhau. Chẳng hạn, Haskell bán 200 cổ phần cho Sidney ở mức 40, Sidney lại bán lại cho họ với mức 40⅛. Quá trình mua bán như vậy lặp lại với 400 cổ phần khác ở mức giá 40¼ và 40½, sau đó bán 1.000 cổ phần với giá 40⅝, và 1.000 cổ phần nữa với mức 40¾. Những vụ mua bán như vậy đều được ghi trên băng giấy của máy ghi giá chứng khoán tự động khắp cả nước. Ảo tưởng đã lan truyền tới hàng nghìn người theo dõi băng giấy, cố len vào văn phòng môi giới chậtních. Hoạt động như vậy – bắt nguồn từ những vụ bán cổ phiếu giả mạo – đã tạo cảm giác có thứ gì đó rất lớn lao sắp sửa xảy ra.

Giờ đây, những người chuyên viết mục mẹo vặt và các chuyên gia bình luận thị trường dưới sự điều khiển của người quản lý vốn đầu tư chung sẽ kể về những thay đổi thú vị sắp diễn ra. Đồng thời, người quản lý vốn đầu tư chung cũng cố gắng đảm bảo rằng dòng tin tức từ ban quản trị doanh nghiệp sẽ trở nên ngày càng có lợi. Nếu tất cả sự việc diễn ra suôn sẻ, và trong không khí đầu cơ tràn ngập tại thời điểm 1928-1929, thì rất khó có thể bở lỡ cơ hội, việc theo dõi băng giấy cộng với các nguồn thông tin bị thao túng sẽ lôi kéo công chúng vào cuộc.

Một khi công chúng đã vào cuộc, cuộc loạn đả sẽ bắt đầu và đây chính là thời điểm để kín đáo "kéo chốt". Khi công chúng mua vào, những người góp vốn chung sẽ bán ra. Người quản lý bắt đầu tung cổ phiếu ra thị trường, ban đầu chỉ rất chậm nhưng càng về sau càng nhiều – trước khi công chúng có thể tỉnh ngộ. Ở đoạn kết của cuộc chơi, các thành viên tham gia góp vốn đầu tư chung sẽ hốt được những khoản lợi nhuận kếch sù, còn công chúng thì bị bỏ lại, nắm giữ một đống cổ phiếu bị trượt giá đột ngột.

Tuy nhiên, người ta không nhất thiết phải bắt tay với nhau để đánh lừa công chúng. Có rất nhiều người, nhất là các quan chức và giám đốc tập đoàn, có thể tự làm việc này khá tốt. Lấy ví dụ là Albert Wiggin, người đứng đầu Chase – ngân hàng lớn thứ hai của Mỹ lúc bấy giờ. Vào tháng 7/1929, Wiggin bắt đầu cảm thấy lo sợ về hiện tượng giá cổ phiếu leo cao đến mức chóng mặt và ông ta không còn thấy yên tâm với hoạt động đầu cơ trên thị trường chứng khoán đang tăng giá nữa (Người ta đồn rằng Wiggin đã kiếm được hàng triệu đô-la bằng cách nâng giá cổ phiếu của ngân hàng mà ông ta sở hữu). Cho rằng tương lai cổ phiếu của ngân hàng mà mình sở hữu khá ảm đạm, Wiggin đã bán khống hơn 42 nghìn cổ phần của cổ phiếu Chase. Bán khống là cách kiếm tiền khi cổ phiếu hạ giá, tức là bán cổ phiếu mà hiện tại bạn không nắm giữ với hy vọng sẽ mua lại với giá thấp hơn. Đây cũng là kỳ vọng mua rẻ bán đắt nhưng theo thứ tự ngược lại.

Wiggin đã tính toán thời điểm thật hoàn hảo. Ngay sau khi bán

khống, giá cổ phiếu Chase bắt đầu lao dốc không phanh. Khi đóng tài khoản vào tháng 11, Wiggin đã hốt được hàng triệu đô-la. Sự tranh giành quyền lợi rõ ràng không gây phiền toái gì cho Wiggin. Công bằng mà nói, cũng cần phải chỉ ra rằng ông ta vẫn giữ được quyền sở hữu cổ phiếu Chase trong suốt giai đoạn này. Tuy nhiên, theo các nguyên tắc hiện hành ngày nay, người trong tổ chức không được phép kiếm lợi nhuận ngắn hạn thông qua hoạt động mua bán cổ phiếu của chính mình.

Ngày 3/9/1929, giá bình quân thị trường đạt đến ngưỡng cao nhất mà đến tận 25 năm sau vẫn không thể vượt qua được. "Thời kỳ hưng thịnh tưởng như kéo dài vô tận" nhanh chóng bị phá vỡ; hoạt động kinh doanh thông thường đã chững lại từ nhiều tháng trước. Giá trôi nổi trong ngày tiếp theo, và vào ngày 5/9, thị trường hứng chịu một đợt sụt giá đột ngột được gọi là sự kiện "Babson Break" (Vụ sụp đổ Babson).

Sở dĩ sự kiện này được đặt tên như vậy là để tưởng nhớ Roger Babson, chuyên gia tư vấn tài chính đến từ Wellesley, Massachusetts. Bữa trưa ngày hôm đó, ông đưa ra lời cảnh báo: "Tôi xin nhắc lại những gì tôi đã nói vào thời điểm này năm ngoái và cả năm kia, sớm hay muộn thị trường cũng sẽ sụp đổ." Các chuyên gia Phố Wall đã đón nhận lời cảnh báo mới của ngài Wellesley thông thái với thái độ nhạo báng thường thấy.

Như Babson ám chỉ trong lời nhận xét của mình, ông đã dự đoán về hiện tượng thị trường sụp đổ từ nhiều năm, song lúc đó nó vẫn chưa được chứng minh là đúng. Thế nhưng, khoảng 2 giờ chiều, khi lời nhận xét của Babson được trích dẫn trên băng tin "mạnh" (băng ghi tin tức tài chính Dow Jones), thị trường bắt đầu lao xuống dốc. Trong giờ giao dịch điên cuồng cuối cùng, 2 triệu cổ phần đã đổi ngôi – American Telephone & Telegraph giảm 6 điểm, Westinghouse giảm 7 điểm và U.S Steel sụt 9 điểm. Đó là một kịch bản đã được dự đoán và sau sự kiện "Babson Break", khả năng thị trường sụp đổ – điều mà một tháng trước đó người ta không hề nghĩ đến – nay bỗng trở thành chủ đề bàn luận chính.

Niềm tin bị nao núng. Trong tháng 9, số ngày xấu nhiều hơn ngày tốt. Đôi khi thị trường sụt giá đột ngột. Các chủ ngân hàng và quan chức chính phủ cam đoan chẳng có nguyên nhân gì đáng lo ngại. Giáo sư Irving Fisher thuộc Đại học Yale, một trong những người khởi xướng lý thuyết giá trị nội tại, đã đưa ra một ý kiến mà nhanh chóng trở thành kinh điển, đó là cổ phiếu đã đạt đến một ngưỡng trông giống như “trạng thái bình ổn vĩnh viễn”.

Thứ Hai ngày 21/10, đây chính là thời điểm được định đoạt sẵn đối với vụ sụp đổ thị trường chứng khoán kinh điển. Giá cổ phiếu giảm liên tục lại càng phải kêu gọi nhiều tài sản thế chấp hơn nữa từ phía các khách hàng ký quỹ. Không thể hoặc không muốn đáp lại những lời kêu gọi, các khách hàng ký quỹ buộc phải bán cổ phần mà họ đang nắm giữ. Điều này khiến giá càng bị đẩy xuống thấp nữa, kéo theo càng nhiều lời kêu gọi ký quỹ và kết quả là tạo nên một làn sóng tự duy trì việc bán cổ phần.

Ngày 21/10, số lượng bán ra đã tăng vọt lên hơn 6 triệu cổ phần. Băng điện báo không bắt kịp thông tin, trong khi hàng chục nghìn người hoang mang theo dõi băng điện báo từ các văn phòng môi giới trên khắp cả nước. Gần một tiếng 40 phút trôi qua sau khi trị trường đóng cửa trước phiên giao dịch cuối cùng thực tế đã được ghi lại trên băng điện báo.

Fisher kiên quyết phủ nhận việc thị trường trượt giá giống như “sự giũ bỏ của những kẻ quá khích cố gắng đầu cơ chứng khoán”. Ông vẫn giữ nguyên quan điểm cho rằng giá cổ phiếu trong cơn sốt bùng nổ vẫn chưa đạt đến giá trị thực của nó và sẽ còn tăng cao nữa. Bên cạnh các yếu tố khác, vị giáo sư này tin rằng thị trường vẫn chưa phản ánh được tác động tích cực của luật cấm nấu và bán rượu vốn giúp công nhân Mỹ “làm việc năng suất hơn và đảm bảo hơn”.

Ngày 24/10, sau này được gọi là “ngày thứ Năm đen tối”, thị trường đạt gần 13 triệu cổ phiếu. Đôi lúc giá tụt xuống mức 5 đô-la và 10 đô-la trong mỗi phiên giao dịch. Nhiều lượng cổ phiếu mới

phát hành bị giảm 40-50 điểm chỉ trong hai tiếng đồng hồ. Trong ngày tiếp theo, Herbert Hoover[4] đưa ra một nhận định nổi tiếng: "Hoạt động kinh doanh cơ bản của đất nước... dựa trên nền tảng vững mạnh và thịnh vượng."

Thứ Ba ngày 29/10/1929 là một trong những cột mốc đánh dấu thảm họa trong lịch sử Sở Giao dịch Chứng khoán New York. Chỉ trong hai ngày 19 và 20/10/1987, cơn hoảng hoạn trên thị trường chứng khoán đã lên đến mức tột cùng. Trong ngày hôm đó của năm 1929, hơn 16,4 triệu cổ
phần đã được giao dịch (16 triệu cổ phiếu vào thời điểm năm 1929 tương đương với hơn 3 tỷ cổ phiếu vào năm 2006 vì hiện nay số lượng cổ phiếu được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York đã tăng lên nhiều). Giá gần như lao dốc không phanh, rồi cứ tiếp tục lao xuống thấp nữa (các số liệu được trình bày ở bảng dưới đây) đã phản ánh mức độ trượt giá trong suốt mùa thu năm 1929 và ba năm sau đó. Ngoại trừ cổ phiếu "an toàn" AT&T chỉ mất 3/4 giá trị, hầu hết các loại cổ phiếu blue-chip đều trượt giá từ 95% trở lên tính đến thời điểm chạm đáy trong năm 1932.

Bảng 2.2:

Chứng khoán	*Giá cao ngày 3/9/1929 **	*Giá thấp[L3] ngày 13/11/1929*	*Giá thấp trong năm 1932*
American Telephone & Telegraph	304	197¼	70¼
Bethlehem Steel	140⅜	78¼	7¼
General Electric	396¼	168⅛	8½

Montgomery Ward	137⅞	49¼	3½
National Cash Register	127½	59	6¼
Radio Corporation of America	101	28	2½

* Được điều chỉnh để tách cổ phiếu và giá trị của các quyền nhận được từ sau ngày 3/9/1929.

Có lẽ tuần báo *Variety* đã kể lại chính xác nhất câu chuyện về giai đoạn sụp đổ này với dòng tít *Wall Street Lays an Egg* (Phố Wall thất bại hoàn toàn). Cơn sốt đầu cơ đã lụi tàn, hàng tỷ đô-la cổ phiếu – đồng nghĩa với giấc mơ của hàng triệu người – đã bị cuốn trôi. Thị trường chứng khoán sụp đổ kéo theo giai đoạn trì trệ tồi tệ nhất trong lịch sử nước Mỹ.

Một lần nữa, lại có các nhà sử gia theo chủ nghĩa xét lại cho rằng có một phương thức nào đó đối với sự điên rồ của thị trường chứng khoán bùng nổ vào cuối thập niên 1920. Chẳng hạn, trong cuốn *The Great Myths of 1929* (Những câu chuyện thần thoại kinh điển năm 1929), Harold Bierman đã nhận định rằng nếu không có sự dự đoán hoàn hảo từ trước, rõ ràng cổ phiếu sẽ không bị đội giá lên quá cao như vậy vào năm 1929, bởi lẽ có vẻ như giai đoạn phát triển thịnh vượng của nền kinh tế còn kéo dài hơn nữa. Xét cho cùng, những người cực kỳ thông minh như Irving Fisher và John Maynard Keynes cũng tin rằng cổ phiếu được bán ở mức giá hợp lý.[5] Bierman vẫn giữ quan điểm cho rằng có thể lý giải tâm lý lạc quan thái quá vốn làm bệ đỡ cho thị trường chứng khoán nếu như không có các chính sách tiền tệ bất hợp lý. Theo quan điểm của ông, thị trường sụp đổ sớm hơn như vậy là do chính sách tăng lãi suất của Hội đồng Dự trữ Liên bang nhằm trừng phạt giới đầu cơ. Ít nhất thì những ý kiến nhận xét của Bierman cũng phản ánh đôi chút sự

thật và các chuyên gia kinh tế ngày nay thường đổ lỗi cho Quỹ Dự trữ Liên bang về mức độ nghiêm trọng của cơn suy thoái trong thập niên 1930 vì đã cho phép cung tiền khiến giá trượt đột ngột. Tuy nhiên, lịch sử đã chứng tỏ rằng sau khi giá cổ phiếu tăng đột ngột, rất hiếm khi nó sẽ từ từ quay trở lại trạng thái ổn định. Thậm chí nếu giai đoạn thịnh vượng kéo dài đến thập niên 1930, giá cổ phiếu sẽ không bao giờ có thể duy trì được mức tăng như giai đoạn cuối thập niên 1920.

Thêm nữa, biểu hiện bất thường của cổ phần thuộc công ty có số lượng cổ phần cố định đã đưa ra bằng chứng sát thực về sự bất hợp lý phổ biến trên diện rộng của thị trường cổ phiếu trong suốt thập niên 1920. Giá trị "cơ bản" của các quỹ đóng bao gồm cả giá trị thị trường của chứng khoán mà họ nắm giữ. Trong hầu hết các giai đoạn từ năm 1930, các quỹ này bán với mức chiết khấu khoảng 20% từ giá trị tài sản của quỹ. Tuy nhiên, từ tháng 1 đến tháng 8/1929, quỹ đóng thông thường bán với mức chênh lệch đến 50%. Hơn nữa, một số quỹ nổi tiếng có mức chênh lệch khủng khiếp. Tập đoàn Goldman, Sachs Trading bán với mức chênh lệch gấp đôi giá trị tài sản ròng của nó, trong khi đó tập đoàn Tri-Continental bán với mức bằng 256% giá trị tài sản của nó. Điều này nghĩa là bạn có thể tìm đến người môi giới của bạn và mua, chẳng hạn cổ phiếu AT&T, với bất kỳ mức giá trị trường nào hoặc mua thông qua quỹ với giá cao gấp 2½ lần giá trị thị trường. Giá thị trường cao gấp 2 hoặc 3 lần giá trị (bị đội lên) của tài sản gốc. Rõ ràng, chính tâm lý đầu cơ bất hợp lý đã đẩy giá của các quỹ này lên cao hơn so với giá trị mà ở mức đó có thể mua chứng khoán của chúng.

Lời kết

Tại sao những ký ức lại quá ngắn ngủi? Tại sao những cơn sốt đầu cơ như vậy dường như bị tách biệt hẳn với các bài học lịch sử? Tôi chẳng thể đưa ra một câu trả lời xác đáng nào, song tôi tin chắc Bernard Baruch đã đúng khi cho rằng việc nghiên cứu các sự kiện này có thể trang bị vũ khí giúp các nhà đầu tư tồn tại. Theo kinh

nghiệm của bản thân tôi, những người luôn bị thua lỗ trên thị trường là những người không đủ sức kháng cự, bị cuốn theo cơn sốt giống như trường hợp chứng cuồng củ hoa tulip. Thực tế, việc kiếm tiền trên thị trường chứng khoán là điều không khó, bởi như chúng ta sẽ thấy trong những phần sau, các nhà đầu tư lựa chọn danh mục cổ phiếu bằng cách ném phi tiêu vào các bảng niêm yết giá cổ phiếu đăng trên *Wall Street Journal* có thể kiếm được những khoản lãi kha khá về lâu về dài. Điều khó có thể cưỡng lại chính là sức cám dỗ muốn ném tiền vào cơn sốt đầu cơ ngắn ngủi để rồi phất lên nhanh chóng. Đây rõ ràng là một bài học, thế nhưng người ta chẳng bao giờ để ý đến.

3. Định giá cổ phiếu từ thập niên 1960 đến thập niên 1990

Tất cả mọi thứ đều chứa đựng một bài học, chỉ cần bạn có thể tìm ra nó.

—Lewis Carroll, *Alice ở xứ sở thần tiên*

Sự điên rồ của đám đông thật sự kỳ lạ. Những ví dụ mà tôi vừa kể cùng vô vàn ví dụ khác ngày càng thuyết phục nhiều người giao phó tiền của mình cho chuyên gia quản lý – một người biết cái gì có thể thuyết phục thị trường bán chịucũng nhưbiết hành động khôn ngoan. Vì vậy, hầu hết mọi người trong chúng ta đều nhận thấy rằng ít nhất một phần (và thông thường là hầu hết) số vốn đầu tư của mình được đặt trong tay người quản lý danh mục đầu tưcủa tổ chức – người quản lý các quỹ hưu trí, quỹ tương hỗ, tổ chức tư vấn đầu tư và các tổ chức tương tự. Mặc dù đám đông có thể phát điên, song một tổ chức thì không. Tôi xin mượn một cụm từ của Tennyson, đó là tổ chức "có bản chất trung thành và một cái đầu thông thái".Và bây giờ chúng ta sẽ cùng nghiên cứu sự sáng suốt của các tổ chức.

Sự sáng suốt của các tổ chức

Trong thập niên 1990, các tổ chức chiếm đến hơn 90% khối lượng giao dịch ở SởGiao dịch Chứng khoán New York. Rõ ràng trong một thị trường mà các nhà đầu tư chuyên nghiệp thống trị hoạt động giao dịch, chắc hẳn trò chơi phải thay đổi. Lập luận lạnh lùng, sắc bén của các chuyên gia phải đảm bảo không để xảy ra tình trạng dư thừa quá mức như trong quá khứ.

Tuy nhiên, các nhà đầu tư chuyên nghiệp đã tham gia nhiều hoạt động đầu cơ khác nhau từ thập niên 1960 cho đến thập niên 1990. Trong mỗi trường hợp, các tổ chức chuyên nghiệp nhiệt tình trả giá cho các cổ phiếu không phải vì họ cảm thấy chúng bị định giá thấp dưới nguyên tắc nền tảng vững chắc, mà vì họ dự đoán sẽ có một vài kẻ đại ngốc mua hết cổ phiếu của họ, thậm chí với mức giá bị đội lên. Do các hoạt động đầu cơ này liên quan đến thị trường hiện nay, tôi nghĩ đây sẽ là hành trình tìm hiểu các tổ chức hết sức hữu ích.

Thập niên 1960 vút bay

"Tân kỷ nguyên": Cơn cuồng cổ phiếu tăng trưởng/ phát hành mới

Chúng ta sẽ bắt đầu chuyến hành trình tại thời điểm năm 1959, khi tôi mới đặt chân đến Phố Wall. Lúc đó, "tăng trưởng" là một từ ngữ kỳ diệu, mang ý nghĩa quan trọng gần như sự thần kỳ. Các công ty tăng trưởng như IBM và Texas Instruments bán cổ phiếu với chỉ số giá trên thu nhập (P/E) hơn 80. (Một năm sau, họ bán với chỉ số khoảng 20-30).

Nghi ngờ tính đúng đắn của việc định giá như vậy hầu như là một điều dị thường. Không thể giải thích những mức giá đó dựa trên các nguyên tắc nền tảng vững chắc. Thế nhưng các nhà đầu tư tin chắc rằng người mua sẵn sàng trả mức giá thậm chí còn cao hơn.

Tôi còn nhớ rõ một đối tác cấp cao của công ty tôi đã thừa nhận ông không biết ai từng chứng kiến sự kiện thị trường sụp đổ giai đoạn 1929-1932 mà vẫn mua và nắm giữ cổ phiếu tăng

trưởng giá cao. Song những gã hung hăng vẫn thống trị. Tờ *Newsweek* trích dẫn lời của một người môi giới nói rằng giới đầu cơ luôn có ý nghĩ là bất cứ thứ gì họ mua "sẽ tăng giá gấp đôi trong một sớm một chiều. Điều khủng khiếp là ý nghĩ đó đã trở thành hiện thực".

Vẫn còn nhiều điều ở phía trước. Những người sáng lập hào hứng làm thỏa mãn cơn khát cổ phiếu vô độ của các nhà đầu tư trong thập niên 1960, họ đã bán ra hàng chục đợt chứng khoán mới. Số lượng chứng khoán phát hành mới trong khoảng thời gian 1959-1962 nhiều hơn bất kỳ thời điểm nào trước đó trong lịch sử. Cơn điên loạn phát hành cổ phiếu mới vượt qua cả hiện tượng Bong bóng South Sea về cường độ cũng như số lượng các vụ lừa đảo bị vạch trần.

Đó được gọi là cơn bùng nổ điện tử (tronics), vì hoạt động chào bán cổ phiếu thường đưa từ "điện tử" (electronics) bị xuyên tạc theo một cách nào đó vào tiêu đề thông báo chào bán, thậm chí ngay cả khi doanh nghiệp chẳng liên quan gì đến ngành công nghiệp điện tử. Người mua các cổ phiếu này không mấy quan tâm đến lĩnh vực mà doanh nghiệp hoạt động – miễn là nghe có vẻ rất "điện tử". Chẳng hạn, hãng American Music Guild với hoạt động kinh doanh chủ yếu là giao bán máy nghe nhạc và đĩa hát tận nhà đã đổi tên thành Space-Tone trước khi "cổ phần hóa". Cổ phiếu của hãng vốn được chào bán ở mức 2, chỉ trong vài tuần đã tăng lên 14.

Jack Dreyfus của hãng Dreyfus & Company đã bình luận về cơn điên loạn như sau:

Lấy ví dụ là một doanh nghiệp nhỏ bé sản xuất dây giày trong vòng 40 năm và có tỷ lệ lợi nhuận đáng nể: gấp 6 lần. Hãng đổi tên từ Shoelaces, Inc (hãng sản xuất dây giày) thành Electronics & Silicon Furth-Burners. Trên thị trường hiện nay, cụm từ "electronics" (điện tử) và "silicon" có giá trị lợi nhuận gấp 15 lần. Thế nhưng, vở kịch thật sự lại bắt nguồn từ cụm từ "furth-burners" mà chẳng ai hiểu nổi đó là gì. Một cụm từ khó hiểu đã giúp bạn tăng gấp đôi tổng số điểm mà bạn có. Vì vậy, chúng ta sẽ có tỷ lệ lợi nhuận là 6 lần từ hoạt động kinh doanh dây giày và 15 lần cho cụm từ Electronic & Silicon trong tên mới, như vậy tổng cộng tỷ lệ lợi nhuận là 21 lần. Nhân tỷ lệ này với 2 vì nhờ có cụm từ khó hiểu furth-burners và bây giờ chúng ta đạt tỷ lệ lợi nhuận 42 lần cho một hãng mới.

Về sau, khi tiến hành điều tra hiện tượng phát hành cổ phiếu mới, Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ (SEC) đã phát hiện nhiều bằng chứng về hoạt động lừa đảo và thao túng thị trường. Ví dụ, một số chủ ngân hàng đầu tư, nhất là những người bảo lãnh phát hành cổ phiếu với số lượng ít hơn, thường nắm giữ một khối lượng lớn chứng khoán trên thị trường. Điều này khiến thị trường quá "mỏng" ngay từ khi bắt đầu, do đó giá sẽ tăng nhanh trên thị trường sau khi bán. Trong một lần "phát hành cổ phiếu nóng", khi mà giá gần như tăng gấp đôi chỉ trong ngày đầu tiên giao dịch, SEC đã phát hiện một lượng khá lớn trong tổng số cổ phiếu chào bán được bán cho những người môi giới và kinh doanh chứng khoán, nhiều người trong số họ lại giữ chặt số cổ phiếu trong một thời gian cho đến khi có thể bán với giá cao hơn. SEC cũng phát hiện nhiều người bảo lãnh phát hành chứng khoán đã phân phối một lượng lớn cổ phiếu phát hành nóng cho các thành viên nội bộ của hãng với tư cách là đối tác, họ hàng, quan chức và những người kinh doanh chứng khoán khác được ưu tiên. Chẳng hạn đã có lần có tới 87% số cổ phiếu mới phát hành được cấp cho các thành viên nội bộ, trong khi lẽ ra phải được bán cho công chúng.

Bảng dưới đây cung cấp số liệu về một vài đợt phát hành cổ phiếu mới tiêu biểu cho giai đoạn này. Hãy để những con số nói lên tất cả. Cơn sốt đầu cơ lan truyền quá mạnh đến nỗi ngay cả tập đoàn Mother's Cookie cũng có thể kỳ vọng một khoản lãi kha khá. Hãy thử tưởng tượng

danh tiếng mà hãng có thể đạt được nếu tên của nó là Mothertron's Cookitronics. Sau 10 năm, cổ phần của hầu hết các công ty này gần như vô giá trị.

Bảng 3.1

Chứng khoán	*Ngày chào bán*	*Giá chào bán*	*Giá chào mua trong ngày giao dịch đầu tiên*	*Giá chào mua cao trong năm 1961*	*Giá chào mua thấp trong năm 1962*
Boonton Electronic Corp.	6/3/1961	5½*	12¼*	24½*	1⅝*
Geophysics Corp. của Mỹ	8/12/1960	14	27	58	9
Hydro-Space Technology	19/7/1960	3	7	7	1
Mother's Cookie Corp.	8/3/1961	15	23	25	7

* Tính trên đơn vị 1 cổ phần và 1 chứng nhận bảo lãnh.

SEC đã ở đâu trong suốt thời gian này? Phải chăng các tổ chức phát hành cổ phiếu mới không phải đăng ký số lượng cổ phiếu họ chào bán với SEC? Phải chăng các tổ chức phát hành (và cả những người bảo lãnh phát hành chứng khoán) không bị phạt vì những phát biểu giả tạo, sai lệch?

Tất cả các câu trả lời là "Có". Đúng, SEC vẫn ở đó song theo luật định họ đành phải giữ im lặng. Miễn là công ty có chuẩn bị (và gửi cho các nhà đầu tư) giấy thông báo chào bán với đầy đủ thông tin, và SEC cũng không thể làm gì hơn để cứu người mua. Chẳng hạn, lúc đó có nhiều tờ thông báo in đậm những lời cảnh báo như sau ở trang bìa.

Cảnh báo: công ty này không sở hữu tài sản hay kinh doanh có lãi và sẽ không thể trả lãi cổ tức trong tương lai gần. Cổ phần của công ty có độ rủi ro cao.

Thế nhưng, cũng như lời cảnh báo trên bao thuốc lá không thể ngăn cản "dân nghiền" ngừng hút thuốc, lời cảnh báo về khoản đầu tư có thể gây nguy hiểm đối với túi tiền cũng không thể ngăn cản một người đầu cơ ngừng ném tiền vào nếu như người này cứ khăng khăng muốn làm như vậy. SEC có thể cảnh báo một kẻ khờ dại nhưng không thể ngăn cấm họ ném tiền vào đầu tư. Và người mua cổ phiếu mới phát hành lại quá tin tưởng vào việc cổ phiếu sẽ tăng giá (bất

kể tài sản hay kết quả hoạt động trong quá khứ của công ty như thế nào), do vậy, vấn đề của người bảo lãnh phát hành chứng khoán không phải là tìm cách bán cổ phần của họ mà làm thế nào để phân phối chúng cho những người mua điên cuồng.

Lừa đảo và thao túng thị trường là hai vấn đề hoàn toàn khác nhau. Ở đây, SEC có thể và đã áp dụng biện pháp mạnh. Thực tế, có nhiều văn phòng môi giới – vốn không tiếng tăm gì, chịu tránh nhiệm về hầu hết các lần phát hành cổ phiếu mới và cả việc thao túng giá cổ phiếu – đã bị đình chỉ vì tội biển thủ dưới nhiều hình thức khác nhau.

Thế nhưng nhân viên của SEC chỉ có hạn; vấn đề chính là thái độ của công chúng. Khi các nhà đầu tư đã quá đắm chìm với tư tưởng phất lên nhanh chóng và sẵn sàng chộp lấy bất kỳ miếng mồi nào, thì bất cứ điều gì cũng có thể xảy ra – và thường là thật sự xảy ra. Nếu công chúng không tham lam, những kẻ thao túng sẽ chẳng có cơ hội.

Cơn bùng nổ tronics hoành hành trở lại vào năm 1962. Cổ phiếu phát hành nóng ngày hôm qua buộc phải bán lỗ vào ngày hôm nay. Nhiều chuyên gia không muốn chấp nhận sự thật là họ đã đầu tư quá liều lĩnh. Có rất ít người chỉ ra rằng khi nhìn lại toàn bộ sự việc thì thật dễ dàng để nói khi nào giá quá cao hay quá thấp. Một số ít người khác vẫn khẳng định dường như không ai biết được mức giá hợp lý của một cổ phiếu ở bất kỳ thời điểm nào.

Hiệp lực tạo ra sức mạnh: Cơn bùng nổ tổ hợp độc quyền

Như đã nói ở phần trước, một trong những điều kỳ diệu của thị trường tài chính là nếu có nhu cầu về một sản phẩm, thì sản phẩm đó sẽ ra đời. Sản phẩm mà tất cả các nhà đầu tư đều khao khát là mức tăng trưởng kỳ vọng về tỷ lệ thu nhập trên cổ phần. Và nếu không có người nào tạo ra mức tăng trưởng đó, thì chỉ có thể kỳ vọng ai đó sẽ tìm ra cách để tạo đà tăng trưởng. Vào giữa thập niên 1960, các doanh nhân sáng tạo đã phát hiện sự tăng trưởng đồng nghĩa với sự hiệp lực.

Hiệp lực có đặc điểm là 2 cộng 2 bằng 5. Vì vậy, dường như cũng khá hợp lý khi hai doanh nghiệp độc lập với mức thu nhập 2 triệu đô-la có thể tạo ra khoản thu nhập chung trị giá 5 triệu đô-la nếu chúng được sáp nhập với nhau. Sự sáng tạo mới mẻ, kỳ diệu, thần bí và chắc chắn mang lại khả năng sinh lời này được gọi là tổ hợp độc quyền.

Mặc dù lúc bấy giờ luật chống độc quyền quy định cấm các doanh nghiệp lớn mua các hãng trong cùng ngành, song đôi lúc vẫn có thể mua các hãng thuộc các ngành khác mà không bị Bộ Tư pháp "sờ gáy". Hoạt động hợp nhất được thực hiện dưới danh nghĩa hiệp lực. Bề ngoài, hoạt động liên doanh liên kết cho phép tổ hợp độc quyền đạt mức doanh số và tiền lãi nhiều hơn so với một doanh nghiệp độc lập.

Trên thực tế, lực đẩy lớn nhất của làn sóng tổ hợp độc quyền kinh tế trong thập niên 1960 là bản thân quá trình mua bán doanh nghiệp cũng có thể tạo ra mức tăng trưởng về tỷ lệ thu nhập trên cổ phần. Quả thực, người quản lý các tổ hợp độc quyền thường có vốn hiểu biết cần thiết về tài chính, chứ không phải kỹ năng điều hành, để cải thiện khả năng sinh lợi của hãng bị thâu tóm. Chỉ cần một chút mánh khóe lừa gạt đơn giản, họ có thể hợp nhất một nhóm doanh nghiệp không có tiềm năng cơ bản nào và tạo ra mức tăng trưởng ổn định về tỷ lệ thu nhập trên cổ phiếu. Ví dụ sau đây sẽ cho thấy người ta đã diễn trò hề này như thế nào.

Giả sử chúng ta có hai hãng – Able Circuit Smasher chuyên về điện tử và Baker Candy sản xuất sôcôla. Mỗi hãng có 200 nghìn cổ phần đang lưu hành. Đó là tại thời điểm năm 1965, và cả hai hãng đều thu về khoản lợi nhuận 1 triệu đô-la/năm, tức là 5 đô-la/cổ phần. Bây giờ, giả sử hoạt động kinh doanh của cả hai hãng đều không tăng trưởng và, cho dù có hay không có hoạt động sáp nhập, lợi nhuận của cả hai hãng sẽ vẫn duy trì ở mức hiện tại.

Tuy nhiên, hai hãng có mức giá khác nhau. Vì Able Circuit Smasher hoạt động trong lĩnh vực điện tử, với P/E là 20, nhân chỉ số này với 5 đô-la thu nhập trên cổ phần, như vậy nó có giá thị trường là 100 đô-la. Baker Candy hoạt động trong lĩnh vực kém hấp dẫn hơn, chỉ có P/E là 10, như vậy với mức thu nhập trên cổ phần 5 đô-la thì nó chỉ có giá thị trường là 50 đô-la.

Able Circuit mong muốn trở thành một tổ hợp độc quyền. Hãng đề nghị mua Baker bằng cách trao đổi cổ phiếu với tỷ lệ 2:3. Các cổ đông của Baker sẽ đổi 3 cổ phần của cổ phiếu Baker – với tổng giá trị thị trường là 150 đô-la – lấy 2 cổ phần của cổ phiếu Able – với giá trị thị trường là 200 đô-la. Rõ ràng đây là một đề nghị hấp dẫn và các cổ đông của Baker đã vui vẻ nhận lời. Quyết định sáp nhập được thông qua.

Chúng ta có một tổ hợp độc quyền ra đời dưới tên mới là Synergon Inc. và giờ đây có 333.333 cổ phần đang lưu hành với tổng lợi nhuận là 2 triệu đô-la, tương đương 6 đô-la/cổ phần. Như vậy, đến năm 1966, khi quá trình sáp nhập hoàn tất, chúng ta thấy rằng lợi nhuận đã tăng lên 20%, từ 5 đô-la lên 6 đô-la và tốc độ tăng trưởng này có vẻ như ngang bằng với chỉ số P/E trước đó của Able – tỷ lệ 20. Do đó, cổ phần của Synergon (tên khai sinh là Able) đã tăng từ 100 đô-la lên 120 đô-la. Tất cả các cổ đông vui vẻ với túi tiền rủng rỉnh. Hơn nữa, các cổ đông của Baker vốn đã bán hết cổ phần của mình không phải đóng bất cứ loại thuế nào đối với khoản lợi nhuận thu được cho đến khi họ bán cổ phần của mình trong công ty mới sáp nhập. Bảng dưới đây minh họa hoạt động giao dịch tính đến thời điểm này.

Một năm sau, Synergon lại tìm thấy Charlie – hãng có mức lãi 10 đô-la/cổ phần, tức là 1 triệu đô-la với 100 nghìn cổ phần đang lưu hành. Charlie hoạt động trong lĩnh vực phần cứng quân sự vốn khá mạo hiểm, vậy nên cổ phần của hãng chỉ có chỉ số 10 và bán với giá 100 đô-la. Synergon đề nghị sáp nhập Charlie trên cơ sở trao đổi cổ phần bằng cổ phần. Các cổ đông của Charlie sẵn sàng đổi cổ phần trị giá 100 đô-la của họ để lấy cổ phần của tổ hợp độc quyền trị giá 120 đô-la. Đến cuối 1967, doanh nghiệp liên kết thu về 3 triệu đô-la tiền lãi, có 433.333 cổ phần đang lưu hành và tỷ lệ thu nhập trên cổ phần là 6,92 đô-la.

Bảng 3.2:

	Doanh nghiệp	*Thu nhập*	*Số lượng cổ phần đang lưu hành*	*Thu nhập trên cổ phần*	*Chỉ số giá trên thu nhập*	*Giá*
Trước khi sáp nhập năm 1965	Able	1.000.000 đô-la	200.000	5,00 đô-la	20	100 đô-la
	Baker	1.000.000	200.000	5,00	10	50[MH4]

		2.000.000	333.333*	6,00	20	120
Sau khi sáp nhập lần đầu năm 1966	Synergon (Able và Baker sáp nhập) Charlie					
		1.000.000	100.000	10,00	10	100[MH5]
Sau khi sáp nhập lần hai năm 1967	Synergon (Able, Baker và Charlie sáp nhập)	3.000.000	433.333+	6,92	20	138,4

* 200.000 cổ phần ban đầu của Able cộng với 133.333 cổ phần được in thêm để đổi lấy 200.000 cổ phần của Baker theo điều kiện sáp nhập.

+ 333.333 cổ phần của Synergon cộng với 100.000 cổ phần được in thêm để đổi lấy cổ phần của Charlie.

Ở đây chúng ta có trường hợp năng lực sản xuất của tổ hợp độc quyền thật sự có tăng trưởng. Cả ba hãng đều không tăng trưởng; thế nhưng chỉ đơn giản nhờ có hoạt động sáp nhập, một nhà đầu tư thiếu thận trọng cầm trên tay cuốn cẩm nang về cổ phiếu để nghiên cứu kết quả hoạt động trong quá khứ của tổ hợp độc quyền có thể tìm thấy những số liệu sau:

Bàng 3.3: Thu nhập trên cổ phần

	1965	*1966*	*1967*
Tập đoàn Synergon	5,00 đô-la	6,00 đô-la	6,92 đô-la

Rõ ràng, Synergon là cổ phiếu tăng trưởng, và những con số ghi lại kết quả phi thường có vẻ đã mang lại cho hãng chỉ số thu nhập cao, thậm chí có thể tăng cao nữa.

Mánh khóe giúp trò chơi có thể diễn ra suôn sẻ như vậy là khả năng hãng điện tử có thể trao đổi cổ phiếu có chỉ số cao của mình lấy cổ phiếu của hãng khác với chỉ số thấp hơn. Hãng sản xuất kẹo chỉ "bán" thu nhập của hãng với chỉ số 10. Thế nhưng khi khoản thu nhập đó đạt mức trung bình với hãng điện tử, tổng thu nhập (kể cả tiền lãi từ bán kẹo sôcôla) có thể được bán với chỉ số 20. Synergon càng mua được nhiều doanh nghiệp, thu nhập trên cổ phần càng tăng nhanh và vì thế, cổ phiếu trông càng có vẻ hấp dẫn hơn để khẳng định chỉ số cao.

Tất cả những sự việc này giống như thư dây chuyền – chẳng ai mất gì miễn là các doanh nghiệp được mua lại vẫn tiếp tục tăng trưởng theo cấp số nhân với tốc độ cực lớn. Dĩ nhiên, quá trình

này không thể kéo dài lâu. Dường như khó có thể tin rằng giới chuyên gia Phố Wall mù mờ đến mức đã bị trò "tổ hợp độc quyền" bịp bợm lòe bịp, nhưng phải thừa nhận rằng họ đã bị dắt mũi như vậy trong vài năm. Hay có lẽ cũng giống như những người tin vào thuyết lâu đài trên cát, họ tin rằng cũng có người khác bị trò này xỏ mũi.

Câu chuyện về Synergon chỉ là khúc dạo đầu về sự "tăng trưởng" thu nhập của tổ hợp độc quyền. Rất nhiều trò bịp bợm khác cũng được áp dụng. Trái phiếu chuyển đổi (hay cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi) thường được sử dụng thay thế cổ phần để trả cho các công ty được mua lại. Trái phiếu chuyển đổi là giấy nợ của công ty, với mức lãi suất cố định và người nắm giữ có thể lựa chọn chuyển đổi thành cổ phiếu thường của nó. Miễn là thu nhập của công ty con mới được mua lại lớn hơn tỷ lệ lãi suất tương đối thấp áp dụng đối với trái phiếu chuyển đổi, có thể chỉ ra khoản thu nhập trên cổ phần tăng với tốc độ nhanh hơn cả mức thu nhập trong ví dụ đề cập ở trên. Lý do là không cần phát hành loại cổ phiếu thường mới nào để hoàn tất thủ tục sáp nhập, và vì thế có thể chia khoản lãi gộp trên số lượng cổ phần ít hơn.

Một công ty thật sự sáng tạo trong việc cấp vốn cho chương trình mua lại công ty con. Nó sử dụng một loại cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi mà không phải trả cổ tức tiền mặt.[6] Thay vào đó, tỷ lệ chuyển đổi chứng khoán phải được điều chỉnh hàng năm để đảm bảo cổ phiếu ưu đãi sẽ được chuyển đổi thành nhiều cổ phiếu thường hơn mỗi năm. Các chuyên gia dày dạn ở Phố Wall lắc đầu nguầy nguậy, nghi ngờ về những kiểu bịp bợm như thế.

Thật khó có thể tin rằng các nhà đầu tư không tính đến khả năng bão hòa về cổ phiếu thường mới sẽ được phát hành nếu những người nắm giữ trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi có ý định chuyển toàn bộ chứng khoán của họ sang cổ phiếu thường. Quả thực, chính vì những hành động thao túng như vậy, hiện nay các tập đoàn được yêu cầu phải báo cáo thu nhập của họ trên cơ sở "bão hòa hoàn toàn", giải trình lý do dự trữ cổ phiếu thường để chuyển đổi về sau. Tuy nhiên, hầu hết các nhà đầu tư giữa thập niên 1960 đều bỏ qua những tiểu tiết vụn vặt này, chỉ muốn nhìn thấy khoản tiền lãi tăng lên nhanh chóng và ổn định.

Tập đoàn Automatic Sprinkler (sau này gọi là A-T-O, Inc., rồi lại được ngài giám đốc điều hành Figgie đổi thành Figgie International) là một ví dụ điển hình minh họa cách mà người ta đã thật sự chơi trò chơi tạo đà tăng trưởng trong suốt thập niên 1960. Từ năm 1963-1968, doanh số của hãng tăng 1.400%. Hãng có được kết quả phi thường này là nhờ vào các vụ mua lại. Giữa năm 1967, bốn công ty được sáp nhập chỉ trong 25 ngày. Các công ty mới được mua lại đều bán với mức P/E tương đối thấp, vì thế giúp tạo ra đà tăng trưởng mạnh mẽ về thu nhập trên cổ phần. Thị trường hưởng ứng "tốc độ tăng trưởng" này bằng cách nâng chỉ số P/E lên hơn 50 lần trong năm 1967. Chính điều này đã đẩy giá cổ phiếu của hãng từ mức khoảng 8 đô-la/cổ phần vào năm 1963 lên 73⅝ đô-la năm 1967.

Ngài Figgie, chủ tịch tập đoàn Automatic Sprinkler đã thực hiện hoạt động quan hệ công chúng cần thiết giúp Phố Wall tự xây lâu đài trên cát. Trong các cuộc nói chuyện của mình, ông thường sử dụng các cụm từ khó hiểu về năng lượng của doanh nghiệp hoạt động dưới hình thức tự do và mối liên hệ của doanh nghiệp với sự thay đổi và công nghệ. Ông cẩn thận chỉ ra rằng ông đã nghiên cứu 20-30 thỏa thuận cho từng công ty mà ông mua. Phố Wall say mê từng từ ông nói.

Ngài Figgie không phải là người duy nhất lừa bịp Phố Wall. Các nhà quản lý của các tổ hợp độc

quyền khác gần như luôn tạo ra thứ ngôn ngữ mới của riêng họ để làm lóa mắt giới đầu tư. Họ nói về các ma trận thị trường, nền tảng công nghệ cốt lõi, khối nhà dạng môđun và cả thuyết hạt nhân tăng trưởng. Không ai ở Phố Wall thật sự hiểu những cụm từ đó có nghĩa gì, nhưng tất cả họ đều cảm thấy thật thú vị, hứng khởi khi được tham gia vào xu hướng công nghệ.

Các giám đốc quản lý của các tổ hợp độc quyền cũng tìm cách mới để mô tả về doanh nghiệp mà họ đã mua. Hãng đóng tàu biến thành "hệ thống hàng hải". Hoạt động khai thác kẽm trở thành "Cục khoáng sản không gian". Nhà máy sản xuất thép được gọi là "Cục công nghệ vật liệu". Hãng sản xuất khóa hay giá đỡ đèn thì trở thành một bộ phận của "Cục dịch vụ bảo vệ". Và nếu một trong số các chuyên gia phân tích chứng khoán "khiếm nhã" hỏi thẳng thừng rằng bằng cách nào bạn có thể tạo tỷ lệ tăng trưởng từ 15-20% cho một lò đúc hay xưởng đóng thịt hộp, thì một giám đốc quản lý tổ hợp độc quyền điển hình sẽ chỉ ra rằng các chuyên gia về tổ chức của ông ta đã tách riêng hàng triệu đô-la khỏi các khoản chi phí thừa; rằng nhân viên nghiên cứu thị trường đã phát hiện ra một số thị trường mới mẻ và chưa được khai thác; và rằng mục tiêu tăng gấp ba lần biên lợi nhuận có thể dễ dàng thực hiện được trong vòng 2 năm.

Thay vì bị sụt giảm với hoạt động sáp nhập, chỉ số P/E của tổ hợp độc quyền càng ngày càng tăng cao. Bảng sau đây đưa ra chỉ số và giá cổ phiếu của một số tổ hợp độc quyền trong năm 1967.

Bảng 3.4:

	1967		*1969*	
Chứng khoán	*Giá cao*	*Chỉ số P/E*	*Giá thấp*	*Chỉ số P/E*
Automatic Sprinkler (A-T-O, Inc.)	73⅝	51,0	10⅞	13,4
Litton Industries	120½	44,1	55	14,4
Teledyne, Inc.	71½*	55,8	28¼	14,2

* Được điều chỉnh để về sau chia tách.

Đoàn tàu của các tổ hợp độc quyền bỗng nhiên phanh lại đột ngột vào ngày 19/1/1968. Đúng ngày này, cha đẻ của tổ hợp độc quyền Litton Industries tuyên bố thu nhập trong quý II sẽ thấp

hơn rất nhiều so với mức dự đoán. Tập đoàn này đã duy trì mức tăng 20%/năm trong gần một thập kỷ. Thị trường đã quá tin tưởng vào thuật giả kim đến mức người ta chào đón lời tuyên bố trên với thái độ ngờ vực và choáng váng. Trong làn sóng bán ra diễn ra sau đó, cổ phiếu của tổ hợp độc quyền đã giảm khoảng 40%, trước khi bắt đầu khôi phục một cách yếu ớt.

Điều tệ hại hơn sắp sửa xảy ra. Trong tháng 7, Ủy ban Thương mại Liên bang tuyên bố sẽ tiến hành điều tra trên diện rộng về hoạt động sáp nhập của các tổ hợp độc quyền. Giá cổ phiếu lại tiếp tục giảm mạnh. Cuối cùng, SEC và các chuyên gia kiểm toán cũng vào cuộc nhằm cố gắng làm rõ các thủ thuật báo cáo về hoạt động sáp nhập và mua lại. Lệnh bán tràn ngập thị trường. Ngay sau đó, SEC và công tố viên Liên bang Hoa Kỳ chịu trách nhiệm về việc chống độc quyền đã đưa ra tuyên bố bày tỏ mối quan ngại sâu sắc về tốc độ tăng trưởng quá nhanh của hoạt động sáp nhập.

Hậu quả của giai đoạn đầu cơ này đã chỉ ra hai yếu tố không mấy dễ chịu. Thứ nhất, các tổ hợp độc quyền có quy mô quá lớn và không phải lúc nào cũng có thể kiểm soát đế chế rộng lớn đó. Thực tế là các nhà đầu tư đã bị vỡ mộng với phép toán mới của tổ hợp độc quyền; 2 cộng 2 chắc chắn không thể bằng 5 và một số người thậm chí còn băn khoăn liệu nó có thể bằng 4 hay không. Thứ hai, chính phủ và chuyên gia kiểm toán đã bày tỏ những mối lo ngại thực tế về tốc độ gia tăng của hoạt động sáp nhập cũng như các hoạt động phạm pháp có thể có. Hai mối lo ngại này đã giảm bớt trong một bộ phận nhà đầu tư– và trong nhiều trường hợp chúng đã bị triệt tiêu hoàn toàn – chỉ số lợi nhuận được trả rất cao khi phỏng đoánlợi nhuận thu được từ hoạt động mua lại. Bản thân kết quả này đã khiến trò chơi ảo thuật không thể thực hiện được, vì công ty mua lại phải có chỉ số thu nhập cao hơn công ty được mua lại nếu thủ đoạn này diễn ra trót lọt.

Có một điểm chú ý rất thú vị đối với câu chuyện này là trong suốt thập niên 1990 và đầu thập niên 2000, hoạt động phân tách khối liên minh lại trở thành một trào lưu. Nhiều tổ hợp độc quyền cũ bắt đầu tách các công ty con hoạt động kinh doanh nghèo nàn ra để nâng cao lợi nhuận.

Nhiều thương vụ như vậy được cấp vốn nhờ vào một sáng kiến khá phổ biến – mua lại dựa trên vay nợ (leveraged buyout – LBO). Dưới hình thức LBO, bên mua vay đến 90% hoặc hơn số tiền cần thiết để hoàn thành thủ tục giao dịch. Cán bộ thu thuế giúp đỡ bằng cách cho phép tổ chức được mua lại tăng giá trị tài sản phải khấu hao. Việc trả lãi suất cao cộng với chi phí khấu hao lớn hơn đảm bảo tổ chức mới chỉ phải đóng mức thuế tương đối thấp hoặc không phải đóng thuế trong một khoảng thời gian. Nếu mọi chuyện tiến triển tốt đẹp, chủ sở hữu có thể thu về những khoản lợi nhuận “trời cho”. William Simon, từng là viên chức cấp cao của Bộ tài chính, đã vớ được món lãi béo bở trị giá hàng triệu đô-la từ một trong những thương vụ LBO sớm nhất trong thập niên 1980 – Gibson Greeting Cards. Ngay từ thuở ban đầu, một số thương vụ LBO trong thập niên 1980 được cho là khá thành công. Tuy nhiên, đến cuối thập niên này, khi làn sóng LBO gia tăng ngày càng nhanh và giá trả cho các công ty có xu hướng tăng cao giống như khoản nợ đi kèm, thì chỉ có rất ít thương vụ giao dịch đáp ứng đúng kỳ vọng của mọi người. Khi nền kinh tế bắt đầu suy yếu vào cuối thập niên 1980 và đầu thập niên 1990, chính các chi phí chịu lãi suất cố định cao của những công ty đang mắc nợ ngập đầu đã đặt các thể chế này vào tình cảnh tài chính vô cùng khó khăn. Tài chính suy yếu đầu thập niên 1990 không chỉ giáng một cú đòn mạnh vào các nhà đầu tư cá nhân, mà còn cả với nhiều ngân hàng và công

ty bảo hiểu nhân thọ.

“Hiệu suất” tiến đến thị trường: Bong bóng cổ phiếu khái niệm

Khi các tổ hợp độc quyền sụp đổ, các nhà quản lý quỹ đầu tư lại tìm ra một cụm từ kỳ diệu khác, đó là “hiệu suất”. Rõ ràng, mọi chuyện sẽ đơn giản hơn khi bán một quỹ tương hỗ với cổ phiếu trong danh mục đầu tư của nó mà đang tăng giá nhanh hơn so với cổ phiếu trong danh mục đầu tư của đối thủ cạnh tranh.

Một số quỹ quả thực đã đạt được hiệu suất khả quan – ít nhất là trong một khoảng thời gian ngắn. Quỹ Doanh nghiệp – là quỹ được quảng bá rộng rãi của Fred Carr – có tổng thu nhập (cả cổ tức và lãi vốn) tăng 117% trong năm 1967, năm tiếp theo tăng 44%. Tỷ lệ tương ứng của quỹ chỉ số S&P 500 là 25% và 11%. Chính hiệu suất này đã đổ thêm một lượng tiền lớn vào quỹ. Công chúng nhận thấy rằng thay vì đặt cược vào ngựa, họ nên đặt cược cho người cưỡi ngựa thì mới hợp thời.

Vậy thì những người cưỡi ngựa đã làm điều này như thế nào? Họ tập trung danh mục đầu tư vào các loại cổ phiếu năng động mang những câu chuyện thú vị, và ngay khi có dấu hiệu đầu tiên cho thấy sẽ có một câu chuyện hấp dẫn hơn, họ sẽ nhanh chóng chuyển sang câu chuyện đó. Chiến lược này cũng đạt hiệu quả trong một thời gian và có rất nhiều người bắt chước. Những kẻ ăn theo này nhanh chóng được trao cho “quỹ đầu cơ” và nhà quản lý quỹ được gọi là “những tay găngxtơ trẻ”. Công chúng đổ hàng triệu đô-la đầu tư vào các quỹ tăng trưởng có độ rủi ro cao nhất.

Do vậy, hoạt động đầu tư hiệu suất tràn ngập khắp Phố Wall vào cuối thập niên 1960. Lời răn dành cho các nhà quản lý quỹ hết sức đơn giản: Tập trung tất cả cổ phiếu đang nắm giữ vào một số ít cổ phiếu, và đừng chần chừ xoay vòng danh mục đầu tư ngay khi xuất hiện một cơ hội đầu tư hấp dẫn hơn. Do hiệu suất trong tương lai gần có ý nghĩa cực kỳ quan trọng (dịch vụ đầu tư bắt đầu công bố chỉ số hiệu suất hàng tháng của các quỹ tương hỗ), vậy nên lựa chọn khôn ngoan nhất là mua cổ phiếu có khái niệm thú vị, gắn liền với một câu chuyện hấp dẫn và đáng tin cậy. Bạn phải đảm bảo thị trường có thể nhận thấy vẻ đẹp cổ phiếu của bạn ngay tại thời điểm này – chứ không phải tại một thời điểm xa vời nào đó trong tương lai. Vì vậy, loại cổ phiếu khái niệm ra đời.

Dù câu chuyện không đáng tin hoàn toàn, song ít nhất các nhà quản lý đầu tư cũng tin chắc rằng nhìn chung mọi người sẽ tin vào câu chuyện, vậy là đã đủ. Tác giả Martin Mayer đã trích dẫn lời của một nhà quản lý quỹ: “Bởi vì chúng tôi biết được những câu chuyện này từ rất sớm, chúng tôi đoán rằng sẽ có rất nhiều người nghe kể về chúng trong vài ngày tiếp theo – từng ấy đủ để tạo một cú hích cho cổ phiếu đó, thậm chí ngay cả khi câu chuyện vẫn chưa được xác minh.” Có rất nhiều nhà đầu tư ở Phố Wall coi đây như một chiến lược hoàn toàn mới mẻ, thế nhưng John Maynard Keynes đã phát hiện ra chiến lược này từ năm 1936.

Rốt cục, cũng đến một thời điểm mà bất kỳ khái niệm nào đều sẽ phát huy hiệu quả. Chẳng hạn như trường hợp của Cortes W. Ranwell. Ông quan niệm rằng một doanh nghiệp trẻ dành cho một thị trường trẻ. Ông trở thành người sáng lập, chủ tịch kiêm cổ đông lớn nhất của National Student Marketing (NSM). Đầu tiên, ông thuyết phục mọi người bằng hình ảnh của một người thành đạt và giàu có. Ông sở hữu máy bay hạng thương nhân Learjet màu trắng có tên là

Snoopy, một căn hộ ở tòa tháp Waldorf Towers thuộc thành phố New York, một lâu đài ở Virginia và một du thuyền có đủ phòng ngủ cho 12 người. Ngoài ra, ông còn sở hữu chuỗi câu lạc bộ golf cao cấp được dựng lên từ chính văn phòng của ông, chúng chỉ hoạt động vào ban đêm.

Randell dành phần lớn thời gian để đi thăm các nhà quản lý quỹ thuộc tổ chức hoặc nói chuyện điện thoại với họ từ chiếc Learjet, và ông đã bán khái niệm về NSM theo cách của một nhà sáng lập Bong bóng South Sea. Chuyên môn thật sự của Randell là truyền bá thuyết Phúc âm. Khái niệm mà Phố Wall đã mua của Randell là một công ty đơn lẻ có thể tập trung cung cấp dịch vụ đáp ứng nhu cầu của giới trẻ. NSM đã tăng trưởng sớm thông qua con đường sáp nhập, cũng giống như các tổ hợp độc quyền thông thường trong thập niên 1960. Điều khác biệt là mỗi công ty bộ phận phải làm một thứ gì đó cho thị trường giới trẻ, từ các poster quảng cáo và đĩa hát cho đến áo lạnh ngắn tay và cẩm nang về công việc hè. Đối với một tay găngxtơ trẻ, thứ gì có thể hấp dẫn hơn một loại cổ phiếu khái niệm hướng đến giới trẻ – một công ty cung cấp tất cả dịch vụ nhằm tìm hiểu văn hóa giới trẻ? Những bài báo sáng sủa cùng với các dự đoán của Randell về lợi nhuận của công ty ngày càng theo hướng lạc quan.

Bảng dưới đây chỉ ra rõ ràng rằng trình độ xây lâu đài trên cát của nhà đầu tư tổ chức ít nhất cũng phải ngang ngửa với trình độ của công chúng nói chung.

Bảng 3.5:

Chứng khoán	*Giá cao 1968-1969*	*Chỉ số P/E cao*	*Số cổ đông tổ chức cuối năm 1969*	*Giá thấp 1970*	*Tỷ lệ giảm*
National Student Marketing	35¼*	117,0	31	⅞	98
Four Seasons Nursing Centers of America	90¾	113,4	24	0,20	99
Performance Systems	23	∞	13	⅛	99

* Được điều chỉnh để về sau chia tách.

Một khái niệm phổ biến khác là Four Seasons Nursing Center. Hãng mở rộng với tốc độ nhanh như một cơn đại dịch, tự cấp vốn chủ yếu thông qua việc phát hành nợ. Tuy nhiên, nhờ có cái được gọi là nhân tố kích thích vốn đầu tư, các khoản vay này cũng trở nên nhẹ nhàng hơn. Điều này có nghĩa là mỗi trái phiếu đều đi kèm với các lệnh cho phép mua cổ phiếu thường của Four Seasons với giá cố định. Vậy nên, nếu giá cổ phiếu tiếp tục leo cao, người nắm giữ trái phiếu sẽ tận dụng lệnh của mình và kiếm lời. Khi các khoản nợ tăng lên, dường như chẳng có ai lo lắng đến ý tưởng lỗi thời về tỷ lệ nợ an toàn, bởi lẽ đây là một khái niệm mới và luật chơi đã thay

đổi. Vào ngày 26/6/1970, hãng đã đệ đơn xin tái tổ chức theo Chương X, Đạo luật Phá sản.

Một ví dụ khác là Minnie Pearl – hãng chuyển nhượng thương hiệu (franchising) đồ ăn nhanh rất dễ tính. Để làm vừa lòng giới tài chính, món gà của Minnie Pearl đã đổi tên thành Performance Systems. Xét cho cùng, đối với các nhà đầu tư nhắm đến hiệu suất, họ có thể lựa chọn tên nào phù hợp hơn thế nữa? Ở Phố Wall, khi bị gọi bằng một tên khác, hoa hồng sẽ chẳng tỏa hương thơm dịu ngọt nữa. Ký hiệu "∞" trong cột "Chỉ số P/E" ở bảng trên ám chỉ rằng chỉ số đó là vô cùng. Performance Systems đã không thu về được khoản tiền lời nào để chia trong giá cổ phiếu vào thời điểm đạt mức cao năm 1968. Như số liệu trong bảng cho thấy, Minnie Pearl đã đẻ một quả trứng – nhưng lại là trứng hỏng. Hiệu suất trong thời gian sau đó của cổ phiếu này cũng như các loại cổ phiếu được niêm yết khác thật sự rất xuất sắc, mặc dù không hẳn giống như những gì mà người mua đã phỏng đoán.

Tại sao các cổ phiếu lại có hiệu suất quá tồi như vậy? Chỉ có một câu trả lời chung đó là chỉ số P/E đã bị thổi phồng lên cao đến mức vô lý. Nếu chỉ số 100 giảm xuống mức bình thường – khoảng 20, thì ngay lúc đó bạn sẽ bị mất 80% khoản đầu tư. Hơn nữa, hầu hết các công ty khái niệm lúc bấy giờ đều vấp phải khó khăn nghiêm trọng trong hoạt động điều hành. Có nhiều nguyên nhân khác nhau lý giải cho hiện tượng này: tăng trưởng quá nhanh, nợ quá nhiều, mất khả năng kiểm soát hoạt động quản lý, v.v... Các công ty này được điều hành bởi những giám đốc vốn là người sáng lập, chứ không phải những giám đốc điều hành có đầu óc nhạy bén. Hoạt động giả mạo cũng tràn lan. Chẳng hạn, Cortes Randell của NSM đã thú tội làm giả sổ sách kế toán và lĩnh án 8 năm tù.

Thập niên 1970

Nifty Fifty

Vào thập niên 1970, chuyên gia ở Phố Wall đã hứa hẹn sẽ quay lại với "những nguyên tắc đúng đắn". Các khái niệm đã hết thời và hoạt động đầu tư vào các công ty blue-chip trở nên thịnh thành. Các công ty này không bao giờ sụp đổ như những cơn sốt đầu cơ trong thập niên 1960. Không gì khôn ngoan hơn việc đầu tư vào cổ phiếu của các công ty này, và rồi sau đó thoải mái thư giãn ở các sân golf trong khi các khoản lãi dài hạn trở thành hiện thực.

Chỉ có gần 50 cổ phiếu tăng trưởng hàng đầu khiến các nhà đầu tư mê mẩn. Đó là các cổ phiếu quen thuộc – IBM, Xerox, Avon Products, Kodak, McDonald's, Polaroid và Disney – và tất cả đều được gọi chung là Nifty Fifty (Nhóm 50). Đây là các cổ phiếu "vốn hóa lớn", tức là một tổ chức có thể mua lượng cổ phiếu tương đối lớn mà không gây ảnh hưởng đến thị trường. Và do hầu hết các chuyên gia đầu tư nhận ra rằng thật khó quyết định chính xác thời điểm hợp lý để mua nếu không muốn nói là không thể, cho nên các cổ phiếu này dường như có tầm quan trọng rất lớn. Vậy chuyện gì sẽ xảy ra nếu bạn trả một mức giá tạm thời quá cao? Các cổ phiếu này được chứng minh là sẽ tiếp tục tăng trưởng, và sớm hay muộn mức giá mà bạn đã trả cũng sẽ được chứng minh là đúng đắn. Hơn nữa, đây là các cổ phiếu – giống như của gia truyền – bạn sẽ không bao giờ bán. Vì vậy, các loại cổ phiếu này còn được gọi là cổ phiếu "một quyết định". Bạn chỉ đưa ra một quyết định mua cổ phiếu, một lần duy nhất, và các vấn đề về quản lý danh mục đầu tư của bạn đều được chấm dứt.

Theo một cách khác, các cổ phiếu này cũng tạo ra một lớp chăn bảo vệ cho nhà đầu tư tổ chức.

Cổ phiếu thuộc nhóm này được đánh giá rất cao. Các đồng nghiệp sẽ không thể nghi ngờ về sự thận trọng và khôn ngoan của bạn khi bạn đầu tư vào IBM. Đúng là bạn sẽ bị mất tiền khi giá cổ phiếu IBM tụt xuống, song điều đó sẽ không bị coi là biểu hiện của sự thiếu thận trọng (như khi bạn bị mất tiền trong các thương vụ Performance Systems hay National Student Marketing). Giống như những con chó săn chạy đuổi theo một con thỏ máy, các quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và quỹ ủy thác của ngân hàng tràn ngập các loại cổ phiếu tăng trưởng Nifty Fifty "một quyết định". Thật khó có thể tin rằng các tổ chức lại bắt đầu đầu cơ blue-chip. Bảng dưới đây liệt kê chỉ số P/E của một số cổ phiếu đạt được trong năm 1972 và đầu thập niên 1980. Các nhà quản lý tổ chức vô tình lãng quên sự thật rằng chẳng có công ty tầm cỡ nào lại có thể tăng trưởng nhanh đến mức đạt chỉ số thu nhập tới 80 hay 90. Một lần nữa, người ta lại chứng minh tính đúng đắn của câu châm ngôn: Khi được che đậy khéo léo thì sự ngu dốt trông cũng chẳng khác gì sự khôn ngoan.

Bảng 3.6:

Chứng khoán	*Chỉ số P/E năm 1972*	*Chỉ số P/E năm 1980*
Sony	92	17
Polaroid	90	16
McDonald's	83	9
Intl. Flavors	81	12
Walt Disney	76	11
Hewlett-Packard	65	18

Khi thị trường chứng khoán bắt đầu đi xuống năm 1972, tốc độ gieo rắc bệnh tật của cơn điên Nifty Fifty thậm chí còn nguy hiểm hơn. Bởi lẽ trong khi thị trường nhìn chung đang sụt giá, Nifty Fifty vẫn tiếp tục đạt chỉ số thu nhập kỷ lục và, trên cơ sở tương đối, hiện tượng giá quá cao gia tăng nhanh chóng. Dường như đã xuất hiện một thị trường "hai giá". Tạp chí *Forbes* đã bình luận như sau:

[Nifty Fifty có vẻchồi lên] từ lòng đại dương; như thể tất cả nước Mỹ – ngoại trừ Nebraska – đều bị nhấn chìm xuống biển. Thị trường hai giá thật sự chỉ gồm có một tầng và rất nhiều gạch vụn, đá vỡ ở bên dưới.

Vậy thì cái gì đã giữ cho Nifty Fifty đứng vững? Cũng giống như những nhân tố đã duy trì giá củ hoa tulip ở Hà Lan cách đây từ rất lâu – đó chính là ảo tưởng và sự điên cuồng của đám đông.

Người ta ảo tưởng rằng hoạt động của các công ty rất tốt, vậy nên bạn phải trả mức giá nào cũng không thành vấn đề. Đà tăng trưởng liên tục của công ty chính là yếu tố cứu bạn thoát khỏi cảnh cùng quẫn.

Cuộc vui nào rồi cũng đến lúc phải tàn. Tàn cục của chứng cuồng Nifty Fifty cũng giống như mọi cơn sốt cổ phiếu khác. Sớm hay muộn, chính các nhà quản lý quỹ trước đó từng tôn sùng Nifty Fifty nay sẽ phải phải đưa ra quyết định thứ hai – bán ra. Trong thời kỳ sụp đổ diễn ra sau đó, công chúng hầu như không còn ưu ái các loại cổ phiếu tăng trưởng hàng đầu nữa.

Thập niên 1980 thịnh vượng

Các cơn sốt đầu cơ trong thập niên 1980 thịnh vượng cũng không kém phần gay cấn so với các thập niên khác, và một lần nữa, các nhà đầu tư thiếu thận trọng đã phải trả giá cho lâu đài trên cát. Thập niên này mở đầu bằng một cơn bùng nổ phát hành cổ phiếu mới ngoạn mục.

Sự trở lại ngoạn mục của trào lưu phát hành cổ phiếu mới

Cơn bùng nổ về công nghệ cao và phát hành cổ phiếu mới trong nửa đầu năm 1983 là một bản sao gần như hoàn hảo của những câu chuyện xảy ra trong thập niên 1960, tuy nhiên có thay đổi một chút, được bổ sung một số lĩnh vực mới như công nghệ sinh học và vi điện tử. Cơn sốt năm 1983 đã khiến các nhà sáng lập của thập niên 1960 trông giống như những tay cờ bạc dè dặt. Tổng giá trị của cổ phiếu mới phát hành trong năm 1983 còn lớn hơn tổng giá trị của cổ phiếu tích lũy trong suốt một thập kỷ trước đó. Về phía các nhà đầu tư, việc chào bán chứng khoán lần đầu tiên ra công chúng chính là trò chơi sôi nổi nhất trên Phố Wall.

Chẳng hạn, một công ty “dự định” sản xuất hàng loạt rôbốt giống người có tên là Androbot và một chuỗi gồm ba nhà hàng ở New Jersey, có tên là Stuff Your Face, Inc. Quả thực, tâm lý háo hức đã lan truyền sang cả cổ phiếu “chất lượng”, như Fina Art Acquisitions Ltd. Đây không phải là kiểu doanh nghiệp tầm thường chuyên đi bán rong quần áo hạ giá hay sản xuất phần cứng máy tính, mà là một hãng có gu thẩm mỹ thật sự. Như đã thể hiện trên các tờ quảng cáo, Fine Art Acquisitions hoạt động trong lĩnh vực chuyên thu mua và phân phối các bức ảnh đẹp và bản sao tác phẩm điêu khắc trang trí. Một trong những tài sản lớn của hãng là bộ ảnh khỏa thân của diễn viên Brooke Shields. Rõ ràng ở đây tiềm ẩn một số vấn đề liên quan đến pháp luật, chẳng hạn mẹ của Shields, người đã phản đối việc khai thác những bức ảnh của cô bé Brooke 11 tuổi -chưa đến tuổi dậy thì, có thể đệ đơn kiện. Thế nhưng, rốt cục, tất cả đều vì mục đích “nghệ thuật” và rõ ràng đây là một hãng có đẳng cấp.

Có lẽ hoạt động chào bán của Muhammad Ali Arcades International đã làm bong bóng nổ tung. Khi cân nhắc mọi thông tin được tung ra lúc bấy giờ, lần chào bán này không thật sự ấn tượng, tuy nhiên lại độc đáo ở chỗ nó cho thấy từng đồng xu vẫn có thể kiếm về một khoản lời kha khá. Công ty chào bán một bộ gồm một cổ phần và hai giấy chứng nhận với mức giá rất khiêm tốn là 1 xu. Đương nhiên, mức giá này cao gấp 333 lần so với mức giá mà các thành viên nội bộ đã phải trả cho cổ phần của họ trước đó không lâu, và điều này chẳng có gì bất thường. Thế nhưng, khi người ta phát hiện ra rằng chính bản thân nhà vô địch Muhammad Ali lại cố gắng cưỡng lại sức cám dỗ mua bất kỳ cổ phiếu nào trong công ty trùng tên với mình, thì các nhà đầu tư mới bắt đầu chú ý nghiên cứu tình hình của họ và đa số không thích thú với những gì mình thấy. Kết quả là cổ phiếu của các công ty nhỏ nói chung cũng như giá thị trường của các

cổ phiếu phát hành ra công chúng lần đầu nói riêng đều sụt giảm mạnh. Trong khoảng một năm, nhiều nhà đầu tư đã thua lỗ đến 90% vốn đầu tư.

Ở trang đầu của tờ quảng cáo về Muhammad Ali Arcades International có bức ảnh của nhà cựu vô địch đứng ngay bên một địch thủ bại trận. Thời còn trai trẻ nông nổi, Ali thường tự mãn rằng ông có thể “lơ lửng như cánh bướm và chích đau như ong”. Hóa ra lần chào bán Ali Arcades (cũng như Androbot được dự kiến chào bán vào tháng 7/1983) không bao giờ bị thả nổi. Thế nhưng rất nhiều loại cổ phiếu khác thì có, đặc biệt là cổ phiếu của các công ty đang ở bên bờ vực thẳm của công nghệ. Và cũng giống như biết bao lần khác, chính các nhà đầu tư đã bị lừa bịp.

Các khái niệm lại xâm chiếm tràn lan: Bong bóng công nghệ sinh học

Thập niên 1960 là thập niên của công nghệ điện tử, còn thập niên 1980 lại chứng kiến sự thống trị của công nghệ sinh học. Cuộc cách mạng công nghệ sinh học được ví như cuộc cách mạng máy tính; niềm tin lạc quan vào lời hứa hẹn về công nghệ cấy ghép gen được phản ánh rõ trong giá cổ phiếu của các công ty công nghệ sinh học.

Genentech, hãng lớn nhất trong lĩnh vực công nghệ sinh học, xuất hiện trên thị trường năm 1980. Trong 20 phút giao dịch đầu tiên, giá cổ phiếu đã tăng gần gấp ba. Cổ phiếu phát hành mới của các công ty công nghệ sinh học khác cũng được mua sạch nhanh chóng bởi các nhà đầu tư háu đói – những người nhìn thấy cơ hội gia nhập ngành công nghiệp mới nổi trị giá hàng tỷ đô-la ngay từ đầu. Loại thuốc điều trị ung thư Interferon chính là sản phẩm làm bùng phát cơn cuồng công nghệ sinh học lần đầu tiên. Giới phân tích dự đoán doanh số của Interferon sẽ vượt mức 1 tỷ đô-la năm 1982. (Trên thực tế, doanh số của loại sản phẩm thành công này chỉ vừa vặn ở mức 200 triệu đô-la vào năm 1989, thế nhưng chẳng có gì có thể kìm nén giấc mơ xây lâu đài trên cát). Các nhà phân tích tiếp tục dự đoán thu nhập của các công ty Công nghệ sinh học sẽ bùng nổ trong hai năm tiếp theo. Và chính họ lại thất vọng. Tuy nhiên, cuộc cách mạng công nghệ là có thật và người ta vẫn tiếp tục thắp lên niềm hy vọng bất diệt. Thậm chí ngay cả các công ty hoạt động yếu kém cũng được hưởng lợi dưới sự che chở của công nghệ tiềm năng.

Việc định giá cổ phiếu công nghệ sinh học đã đạt tới mức mà trước đây giới đầu tư chưa từng chứng kiến. Trong thập niên 1960, cổ phiếu tăng trưởng bị đầu cơ có thể được bán với mức lợi nhuận 50. Trong thập niên 1980, một số cổ phiếu công nghệ sinh học được bán với mức giá gấp 50 lầndoanh số. Là sinh viên chuyên ngành về định giá, tôi cực kỳ hứng thú khi nghiên cứu về phươngphápmà các nhà phân tích chứng khoán hợp lý hóa mức giá đó. Thông thường, các công ty công nghệ sinh học không có khoản lãi hiện tại (và trên thực tế không kỳ vọng có lãi trong vài năm) và doanh số rất thấp, vì vậy cần phải tìm ra các phương thức định giá mới. Phương pháp mà tôi ưa thích là “định giá tài sản dưới dạng sản phẩm” – do một công ty chứng khoán hàng đầu Phố Wall đưa ra. Về cơ bản, phương pháp này bao gồm việc đánh giá giá trị của tất cả sản phẩm trong “kênh phân phối chính” của từng công ty công nghệ sinh học. Thậm chí, nếu sản phẩm đangtrong quá trình thai nghén – chẳng có gì ngoài bản vẽ của chuyên gia di truyền học, thì vẫn có thể dự đoán mức doanh số và biên lợi nhuận cho từng sản phẩm mà nhà khoa học nào đó thấy có chút khả thi. Như vậy, tổng giá trị của dòng sản phẩm sẽ đưa ra cho nhà phân tích một ý tưởng hợp lý về mức giá mà công ty nên bán cổ phiếu.

Dường như đối với những người lạc quan, chẳng có vấn đề tiềm ẩn nào sẽ trở thành hiện thực. Có lẽ quyết định phê duyệt của Cơ quan Thực phẩm và Dược phẩm Hoa Kỳ (FDA) sẽ bị trì hoãn. (Loại thuốc Interferon đã bị trì hoãn phê chuẩn trong nhiều năm). Liệu thị trường có phải chịu mức giá dược phẩm bất thường như đã được dự báo? Liệu có thể bảo vệ quyền sáng chế hay không khi mà hầu như mọi sản phẩm trong lĩnh vực công nghệ sinh học đều được nhiều công ty phát triển cùng một lúc hay các vụ tranh chấp quyền sáng chế là không thể tránh khỏi? Có khi nào các đối tác marketing của công ty công nghệ sinh học – thường là một công ty lớn – "hút" hết phần lớn lợi nhuận từ một loại sản phẩm thành công? Vào giữa thập niên 1980, dường như chẳng có vấn đề tiềm ẩn nào như vậy trở thành hiện thực. Thực tế, một nhà phân tích đã nhận định cổ phiếu công nghệ sinh học có độ rủi ro thấp hơn so với các công ty dược phẩm thông thường bởi vì "không cần phải đền bù sản phẩm lỗi thời nào nếu doanh thu sụt giảm". Chúng ta đã đi đúng một vòng – việc có doanh số và lợi nhuận dương thật sự bị coi là một điểm bất lợi bởi chúng có thể bị sụt giảm trong tương lai. Song trong suốt giai đoạn cuối thập niên 1980, giá trị thị trường của hầu hết các cổ phiếu công nghệ sinh học bị giảm ¾. Ngay cả các cuộc cách mạng công nghệ cũng không đảm bảo cho lợi ích của nhà đầu tư.

ZZZZ Best – Bong bóng đẹp nhất mọi thời đại

Trong số những cơn bùng nổ và sụp đổ xảy ra vào cuối thập niên 1980, tôi rất thích câu chuyện về ZZZZ Best. Đây là câu chuyện kiểu Horatio Alger[7] lạ thường đã làm mê hoặc cả giới đầu tư. Trong thế giới liên tục chuyển động của các doanh nhân, Barry Minkow là một huyền thoại đích thực của thập niên 1980 – một trong những người phất lên giàu có trước khi họ biết cạo râu. Minkow khởi nghiệp khi mới 9 tuổi. Gia đình ông không có đủ tiền để thuê người trông trẻ, vì vậy Barry thường đến làm tại cửa hàng giặt thảm do mẹ ông quản lý. Ở đó, ông bắt đầu tìm việc qua điện thoại. Đến 10 tuổi, ông bắt đầu việc giặt thảm. Trong vòng 4 năm, ông đã làm việc cả vào buổi tối và mùa hè, cuối cùng tiết kiệm được 6 nghìn đô-la. Năm 15 tuổi, ông mua được vài chiếc máy giặt hơi nước và bắt đầu khởi nghiệp với hoạt động giặt thảm ngay trong mảnh vườn của gia đình. Công ty có tên là ZZZZ Best (đọc là "zeee Best"). Khi còn học trung học và chưa đủ tuổi lái xe, Minkow đã thuê một đội quân chuyên đi thu gom và giặt thảm, trong khi ông ngồi trong lớp học và tính toán về số tiền lương phải trả cho nhân viên mỗi tuần. Công việc kinh doanh của ông rất phát đạt. Ông tự hào rằng ông đã thuê cả cha mẹ làm việc cho mình. Đến năm 18 tuổi, Minkow đã là một triệu phú.

Không chỉ là người tham công tiếc việc, Minkow còn biết tự đánh bóng mình. Ông khoác lên mình tất cả những gì thể hiện bộ mặt một doanh nhân thành công. Ông lái chiếc Ferrari màu đỏ, sống trong một ngôi nhà xa hoa có bể bơi rộng, dưới đáy bể có sơn một chữ Z màu đen rất to. Ông cũng công khai ca tụng những phẩm chất tốt đẹp lỗi thời của nước Mỹ. Ông đã viết một cuốn sách có tựa đề *Making It in America* (Trở thành hiện thực trên đất Mỹ), trong đó nhận định giới trẻ vẫn chưa lao động chăm chỉ. Ông cũng đóng góp rất hào phóng cho các tổ chức từ thiện, xuất hiện trên các đoạn băng quảng cáo. Lúc này, hãng ZZZZ Best đã có 1.300 nhân viên và mở rộng mạng lưới ra khắp California cũng như ở Arizona và Nevada.

Liệu chỉ số thu nhập cao gấp hơn 100 lần có quá nhiều đối với một công ty giặt thảm tầm thường? Dĩ nhiên là không khi công ty được điều hành bởi một thiên tài, một doanh nhân đã gặt hái được những thành công ngoạn mục, đồng thời là người có thể chứng tỏ khả năng bền bỉ. Khi Minkow tuyên bố với Phố Wall rằng công ty của ông còn hoạt động hiệu quả hơn cả IBM

và đang hướng đến trở thành "một General Motors trong lĩnh vực giặt thảm", giới đầu tư đã rất quan tâm. Lúc đó, một nhà phân tích đầu tư đã nói với tôi rằng "Không thể bỏ lỡ cơ hội này".

Năm 1987, bong bóng Minkow bùng nổ đột ngột. Thực tế ZZZZ Best không chỉ kinh doanh giặt thảm mà còn nhiều hơn thế – công ty cũng tiến hành cả hoạt động rửa tiền. ZZZZ Best bị kết tội che giấu cho các tổ chức tội phạm – những kẻ mua thiết bị của công ty với tiền "bẩn" và thay thế khoản vốn đầu tư của chúng bằng tiền "sạch" lượm lặt từ hoạt động kinh doanh giặt thảm hợp pháp của ZZZZ Best. Tuy nhiên, trên thực tế bản thân sự tăng trưởng ngoạn mục của công ty cũng gần giống với một tiểu thuyết hư cấu và màu mè, được dựng lên với những bản hợp đồng không có thật, thẻ tín dụng giả mạo và những thứ tương tự. Toàn bộ hoạt động là một hệ thống Ponzi khổng lồ, trong đó tiền được luân chuyển từ một nhóm nhà đầu tư này để thanh toán cho một nhóm khác. Ngoài ra, Minkow cũng bị kết tội biển thủ hàng triệu đô-la từ ngân quỹ của công ty để sử dụng vào mục đích riêng. Minkow cũng như các nhà đầu tư khác trong công ty ZZZZ Best đều đối mặt với nguy cơ ngồi tù.

Chương tiếp theo của câu chuyện xảy ra năm 1989, khi chàng thanh niên Minkow 23 tuổi bị buộc tội 57 điểm về hành vi giả mạo, chịu mức án tù 25 năm và phải bồi thường 25 triệu đô-la – khoản tiền bị cáo buộc là lấy cắp từ ngân sách của công ty. Khi bác bỏ đơn xin khoan hồng, vị thẩm phán đã nói với Minkow: "Anh rất nguy hiểm bởi vì anh là người có tài ăn nói, điều đó tạo khả năng thiết lập các mối quan hệ". Ông ta nói tiếp: "Anh là người không có lương tâm."

Thế nhưng câu chuyện vẫn chưa kết thúc ở đó. Minkow đã ngồi tù 54 tháng ở nhà tù Liên bang Lompoc, gia nhập đạo Cơ đốc, lấy được bằng cử nhân và thạc sỹ của trường Đại học Liberty. Sau khi được mãn hạn tù vào tháng 12/ 1994, ông trở thành mục sư cấp cao của Nhà thờ Kinh thánh Cộng đồng (Community Bible Church) tại California, ở đây ông tập trung tổ chức các giáo đoàn theo kiểu giáo phái Phúc âm. Ông thành lập tổ chức tuyên truyền một thành viên, tuyên truyền về quá trình ông phục thiện. Ông cũng viết rất nhiều cuốn sách, trong đó có *Cleaning Up and Down, But not Out*, thực hiện một chương trình trên đài phát thanh và trở thành nhà diễn thuyết được yêu mến. Ông còn được mời làm cố vấn đặc biệt cho FBI để phát hiện các vụ làm giả. Năm 2006, James Asperger – người từng khởi tố Minkow – viết: "Barry đã phục thiện một cách ấn tượng – cả cuộc sống riêng tư cũng như việc vạch trần hành vi giả mạo nhiều hơn cả những tội lỗi mà ông đã phạm phải."

Tất cả những điều này có ý nghĩa gì?

Những bài học trong lịch sử thị trường là quá rõ ràng. Phong cách và kiểu mốt đánh giá chứng khoán của các nhà đầu tư có thể và thường đóng vai trò cực kỳ quan trọng trong việc định giá chứng khoán. Đôi khi thị trường chứng khoán tỏ ra thích ứng với thuyết lâu đài trên cát. Chính vì lý do này mà trò chơi đầu tư có thể cực kỳ nguy hiểm.

Một bài học khác cũng cần lưu ý là các nhà đầu tư phải rất thận trọng khi mua "cổ phiếu phát hành mới" nóng hổi trong thời đại ngày nay. Hầu hết các cổ phiếu chào bán ra công chúng lần đầu tiên đều không đem lại hiệu suất cao bằng thị trường chứng khoán nói chung. Nếu bạn mua một cổ phiếu mới phát hành sau khi bắt đầu giao dịch, thông thường với mức giá cao hơn, thì nguy cơ bị thua lỗ càng cao. Nhà đầu tư cần phải được tư vấn tốt để đầu tư vào các cổ phiếu phát hành mới một cách thận trọng.

Rõ ràng giới đầu tư đã xây quá nhiều lâu đài trên cát trong quá khứ với các lần phát hành lần đầu ra công chúng (IPO). Xin hãy nhớ rằng chính các nhà quản lý của công ty lại là người bán cổ phiếu IPO nhiều nhất. Họ cố đẩy doanh số lên cao để đạt mức cực đỉnh hưng thịnh của công ty hay để tương xứng với tâm lý hăng hái, nhiệt tình chạy theo mốt thời thượng của các nhà đầu tư. Trong những trường hợp như vậy, lời kêu gọi tất cả mọi người ủng hộ cuộc chơi – thậm chí ngay trong lĩnh vực có tốc độ tăng trưởng cao – cũng chỉ tạo ra sự thành công phi lợi nhuận cho các nhà đầu tư.

Thập niên 1990 bất ổn

Cơn sốt đất đai và cổ phiếu ở Nhật Bản

Một trong những cơn bùng nổ – sụp đổ lớn nhất xảy ra vào cuối thế kỷ XX chính là thị trường bất động sản và chứng khoán Nhật Bản. Từ năm 1955-1990, giá trị bất động sản ở Nhật đã tăng hơn 75 lần. Đến năm 1990, ước tính tổng giá trị bất động sản của Nhật là gần 20 nghìn tỷ đô-la – tương đương với hơn 20% tổng tài sản của toàn thế giới và gấp đôi tổng giá trị của thị trường chứng khoán toàn cầu. Mỹ có diện tích địa lý rộng gấp 25 lần Nhật, thế nhưng giá trị bất động sản của Nhật tại thời điểm năm 1990 được đánh giá là gấp 5 lần giá trị đất đai của toàn nước Mỹ. Trên lý thuyết, người Nhật có thể mua toàn bộ đất đai ở Mỹ nếu họ bán đi thủ đô Tokyo. Chỉ cần bán Cung điện Hoàng đế và các khu đất xung quanh cung điện này với mức định giá trên cũng đủ tiền để mua toàn bộ bang California.

Thị trường chứng khoán đáp trả bằng cách bay bổng lên như một kinh khí cầu chứa đầy khí heli vào một ngày đứng gió. Từ năm 1955-1990, giá cổ phiếu đã tăng 100 lần. Khi đạt mức đỉnh cao nhất vào năm 1989, tổng giá trị thị trường của cổ phiếu Nhật là khoảng 4.000 tỷ đô-la, gấp 1,5 lần giá trị của tất cả vốn cổ phần của Mỹ và gần tương đương với 45% tổng giá trị vốn hóa thị trường cổ phiếu thế giới. Các nhà đầu tư bám vào thuyết nền tảng vững chắc vô cùng choáng váng trước những con số này. Họ hoang mang nhận thấy cổ phiếu Nhật được bán với giá gấp 60 lầnmức thu nhập, gần 5 lần giá trị ghi sổ và hơn 200 lần cổ tức. Trong khi đó, cổ phiếu của Mỹ có chỉ số P/E là 15 và của London là 12. Khi so sánh giữa các công ty với nhau, mức giá cổ phiếu Nhật quá cao thậm chí được phản chiếu ấn tượng hơn. Giá trị của tập đoàn NTT – một hãng điện thoại khổng lồ của Nhật, được tư nhân hóa trong giai đoạn bùng nổ – nhiều hơn tổng giá trị của AT&T, IBM, Exxon, General Electric và General Motors cộng lại. Cổ phiếu ngân hàng DaiIchi Kangyo được bán với giá cao gấp 56 lần mức thu nhập, trong khi đó, Citicorp – một ngân hàng đồng hạng của Mỹ – lại chỉ có giá gấp 5,6 lần mức thu nhập. Tổng giá trị thị trường của Nomura Securities – hãng môi giới cổ phiếu lớn nhất Nhật Bản– đã vượt quá tổng giá trị của tất cả các công ty môi giới của Mỹ gộp lại.

Có hai câu chuyện hoang đường đã tạo lực đẩy cho thị trường bất động sản và chứng khoán. Thứ nhất là giá đất có thể không bao giờ tụt xuống. Thứ hai là giá cổ phiếu chỉ có thể đi lên. Hai câu chuyện này được tiếp sức bằng một lượng tiền mặt lớn đến từ thói quen tiết kiệm gần như là bắt buộc của người Nhật và bằng khoản tiền lãi ít ỏi từ các tài khoản tiết kiệm, chỉ có lãi suất chưa đến 1%. Chơi chứng khoán trở thành mối bận tâm hàng đầu trên khắp cả nước. Cứ như chỉ sau một đêm, đàn ông Nhật Bản đã chuyển hẳn từ thú đọc truyện tranh khiêu dâm tầm thường sang những câu chuyện khủng khiếp về hành trình chinh phục thị trường chứng khoán đầy hấp dẫn. Người ta nói rằng ở nước Anh, mỗi góc phố đều có một văn phòng cá cược (hay

người thu tiền cá cược). Còn ở Nhật Bản, góc phố nào cũng có văn phòng môi giới.

Những người ủng hộ thị trường chứng khoán có thể giải đáp mọi ý kiến phản đối hợp lý nào có thể đưa ra. "Có phải chỉ số P/E đã bị đẩy lên đến mức trên trời không?" "Đâu có." Những người bán hàng ở Kabuto-cho (Phố Wall của Nhật) trả lời: "Tiền lãi của Nhật giảm nhẹ so với tiền lãi ở Mỹ bởi vì chi phí khấu hao bị phóng đại và tiền lãi không bao gồm tiền lãi của các công ty con sở hữu một phần." Vì vậy, chỉ số P/E được điều chỉnh dưới các tác động này sẽ thấp hơn rất nhiều. Liệu rằng mức lợi nhuận chưa đầy 0,5% có bị coi là thấp đến mức bất hợp lý hay không? Câu trả lời là điều này chỉ đơn giản phản ánh tỷ lệ lãi suất thấp tại thời điểm đó ở Nhật Bản. Liệu có nguy hiểm không khi giá cổ phiếu cao gấp 5 lần giá trị tài sản? Không nguy hiểm chút nào. Giá trị ghi sổ không phản ánh sự tăng giá đáng kinh ngạc của phần đất thuộc quyền sở hữu của các công ty Nhật Bản. Hơn nữa, hiện tượng giá đất ở Nhật quá cao được "lý giải" là do mật độ dân số ở Nhật quá đông, đồng thời quốc gia này có quá nhiều quy định, luật thuế khác nhau hạn chế việc sử dụng đất ở.

Trên thực tế, không có "lời giải thích" thật sự thuyết phục nào về tình trạng thị trường bất động sản và cổ phiếu tăng giá khủng khiếp. Ngay cả khi thu nhập và cổ tức được điều chỉnh, các chỉ số vẫn cao hơn rất nhiều so với các quốc gia khác, thậm chí bị đội lên một cách bất thường khi so với chính lịch sử của nước Nhật. Hơn nữa, khả năng sinh lời ở Nhật đang trên đà suy giảm, đồng yên Nhật quá mạnh lại có nguy cơ khiến hoạt động xuất khẩu hàng hóa ra nước ngoài gặp nhiều khó khăn hơn. Mặc dù ở Nhật đất đai rất hiếm, song các nhà sản xuất của nước này, như các hãng sản xuất ôtô, vẫn tìm được những khu đất rộng mênh mông ở nước ngoài để xây dựng nhà máy mới, với giá cực kỳ hấp dẫn. Thu nhập từ hoạt động cho thuê bất động sản tăng chậm hơn rất nhiều so với giá đất, điều đó chứng tỏ tỷ suất lợi nhuận từ bất động sản đang giảm xuống – trừ phi giá tiếp tục tăng vụt. Cuối cùng, tỷ lệ lãi suất thấp – vốn làm nền tảng vững chắc cho thị trường – cũng đã bắt đầu tăng trong năm 1989.

Năm 1990, trước sự thất vọng não nề của giới đầu cơ – những người trước đó đã khẳng định rằng các định luật cơ bản về lực hấp dẫn tài chính không thể áp dụng ở Nhật Bản, Isaac Newton đã "tìm đến" đất nước này. Điều thú vị là chính chính phủ đã làm rơi quả táo. Ngân hàng Nhật Bản (Quỹ Dự trữ Liên bang của Nhật Bản) đã nhìn thấy bóng ma xấu xí của hiện tượng đầu cơ phổ biến đang quay cuồng trong cơn khát vay tiền cũng như sự bùng nổ tính thanh khoản khiến mức giá cổ phiếu và bất động sản tăng. Vì vậy, ngân hàng trung ương đã hạn chế tín dụng và quyết định tăng mức lãi suất với hy vọng nguy cơ giá bất động sản tiếp tục tăng cao sẽ bị chặn đứng và thị trường cổ phiếu sẽ dần hạ nhiệt.

Biểu đồ 3.1: Bong bóng thị trường chứng khoán Nhật Bản
Giá cổ phiếu Nhật tương ứng với giá trị ghi sổ, 1980-2000



Tỷ lệ lãi suất, vốn trước đó liên tục tăng trong suốt năm 1989, lại tăng mạnh trong năm tiếp

theo. Thế nhưng thị trường chứng khoán không hề lắng xuống, mà thay vào đó, nó đã bị sụp đổ. Giá cũng tuột dốc nhanh không kém gì lúc thị trường chứng khoán Mỹ sụp đổ trong giai đoạn từ cuối năm 1929 đến giữa năm 1932. Chỉ số thị trường chứng khoán của Nhật (Nikkei) đạt ngưỡng gần 40.000 vào ngày giao dịch cuối cùng của thập niên 1980. Đến giữa tháng 8/1992, chỉ số này tụt xuống mức 14.309, tức là giảm khoảng 63%. Trong khi đó, chỉ số công nghiệp bình quân Dow Jones giảm 66% trong khoảng thời gian từ tháng 12/1929 đến mùa hè năm 1932 (mặc dù tỷ lệ sụt giảm là 80% so với mức hồi tháng 12/1929). Biểu đồ trên cho thấy khá rõ rằng hiện tượng tăng giá cổ phiếu từ giữa cho đến cuối thập niên 1980 đã phản ánh sự thay đổi trong các mối quan hệ định giá. Giá cổ phiếu sụt giảm từ năm 1990 chỉ đơn giản phản ánh sự quay trở lại các mối quan hệ giá – giá trị ghi sổ vốn rất phổ biến vào đầu thập niên 1980.

Tuy nhiên, việc xác định thời điểm và mức độ thiệt hại do thị trường bất động sản sụp đổ gây ra còn phức tạp hơn nhiều bởi lẽ bất động sản rất hiếm khi được bán từ người này sang người khác. Tuy nhiên, đầu thập niên 1990, hơi đã xì ra khỏi quả bóng bất động sản. Các biện pháp khác nhau để xác định giá đất và giá trị bất động sản đã cho thấy mức sụt giá trên thị trường này cũng nghiêm trọng không kém gì trên thị trường chứng khoán. Bong bóng tan biến đã phủ nhận hoàn toàn câu chuyện hoang tưởng cho rằng Nhật Bản là một trường hợp đặc biệt, rằng giá tài sản của quốc gia này sẽ luôn tăng. Phạm vi áp dụng lực hấp dẫn tài chính không bao giờ bị giới hạn về mặt địa lý.

Bong bóng Nhật bùng nổ đã gây ảnh hưởng sâu rộng tới hệ thống tài chính cũng như nền kinh tế của nước này. Không giống như các tổ chức ở Mỹ, bản thân các ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm nhân thọ và thậm chí cả tập đoàn phi tài chính của Nhật cũng nắm giữ một lượng lớn cổ phiếu và bất động sản. Bong bóng vỡ tung đã làm suy yếu toàn bộ hệ thống tài chính, tiếp theo đó là tình trạng suy thoái trầm trọng kéo dài sang tận thế kỷ XXI.

4. Bong bóng lớn nhất mọi thời đại: Internet

Nếu bạn có thể giữ bình tĩnh trong khi tất cả
mọi người xung quanh đều cuống lên…

Bộ não của bạn chính là Trái đất, nó chứa đựng
mọi thứ trong đó…

—Rudyard Kipling, *If* (Nếu)

Đây là câu chuyện về bong bóng lớn nhất thế kỷ XX – nếu không muốn nói là lớn nhất mọi thời đại. Quả thực, thật không công bằng khi so sánh bong bóng Internet với cơn cuồng củ hoa tulip. Hầu hết các bong bóng thường gắn liền với một công nghệ mới nào đó (chẳng hạn cơn bùng nổ tronics hay công nghệ sinh học), hoặc với một cơ hội kinh doanh mới (chẳng hạn việc xuất hiện các cơ hội kinh doanh mới có khả năng sinh lời lớn đã dẫn đến Bong bóng South Sea). Internet gắn liền với cả hai nhân tố này: Internet là một công nghệ mới, đồng thời nó mang lại nhiều cơ hội kinh doanh mới hứa hẹn làm nên một cuộc cách mạng trong cách thức chúng ta tiếp cận thông tin, trao đổi, mua bán hàng hóa và dịch vụ. Triển vọng về công nghệ Internet đã tạo ra sức mạnh sản sinh cũng như khả năng tàn phá của cải khủng khiếp nhất mọi thời đại. Khi bong bóng nổ bụp, hơn 8.000 tỷ đô-la giá trị thị trường bốc hơi hoàn toàn. Dường như toàn bộ sản lượng của các nền kinh tế Đức, Pháp, Anh, Italy, Tây Ban Nha, Hà Lan và Nga tạo ra trong một năm đã biến sạch.

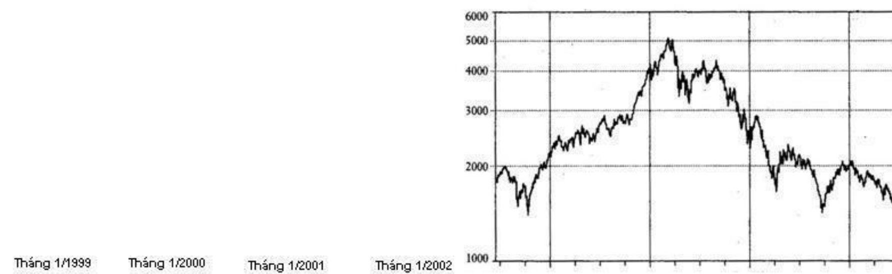
Bong bóng đã nổi lên như thế nào

Trong cuốn *Irrational Exuberance* (Sự tăng trưởng phi lý), Robert Shiller đã mô tả các bong bóng như "các vòng thông tin phản hồi tích cực". Một bong bóng bắt đầu nổi lên khi một nhóm cổ phiếu bất kỳ xuất hiện, trong trường hợp này cổ phiếu gắn liền với sự háo hức về công nghệ Internet. Hiện tượng giá tăng cao khuyến khích thêm nhiều người mua cổ phiếu, do đó làm gia tăng lượng tin tức về cổ phiếu xuất hiện trên tivi và báo chí; điều này lại càng khuyến khích thêm nhiều người mua, nhờ vậy mang lại khoản lợi nhuận béo bở cho các cổ đông nắm giữ cổ phiếu Internet từ sớm. Tại các bữa tiệc cocktail, các nhà đầu tư thành công "thao thao bất tuyệt" với bạn bè rằng làm giàu thật dễ dàng, tác động này khiến giá cổ phiếu tiếp tục tăng, từ đó kéo theo ngày càng nhiều nhóm đầu tư. Tuy nhiên, toàn bộ cơ chế này giống như một kiểu hệ thống Ponzi, trong đó yêu cầu phải tìm ra thật nhiều nhà đầu tư cả tin để mua cổ phiếu của các nhà đầu tư đã mua sớm hơn. Cuối cùng, sẽ có người nẫng tay trên của những kẻ đại ngốc.

Thậm chí, ngay cả các hãng danh tiếng ở Phố Wall cũng tham gia vào luồng khí nóng. Giữa năm 2000, Goldman Sachs – một hãng đầu tư uy tín – đã bình luận rằng lượng tiền mặt mà các công ty dot.com "đốt" chủ yếu là do vấn đề "tâm lý nhà đầu tư", chứ không phải "rủi ro dài hạn" đối với lĩnh vực này hay "thế giới ảo" – như cách mà người ta vẫn gọi công nghệ Internet. Một vài tháng sau, hàng trăm công ty Internet phá sản, ngẫu nhiên chứng minh báo cáo của Goldman là đúng. Tốc độ đốt tiền không phải là rủi ro dài hạn – mà lại chính là rủi ro ngắn hạn.

Cho đến trước thời điểm đó, bất cứ người nào từng chế giễu tiềm năng của “Nền kinh tế mới”[8] và bị coi là cổ hủ đã sôi lên vì ghen tị với tất cả mọi người đang kiếm lời nhờ vào công nghệ này. Như biểu đồ dưới đây cho thấy, chỉ số NASDAQ – về cơ bản đại diện cho các công ty thuộc Nền kinh tế mới trong lĩnh vực công nghệ cao – đã tăng hơn ba lần từ cuối năm 1998 đến tháng 3/2000. Chỉ số P/E của các cổ phiếu được bao gồm trong chỉ số đã tăng vọt lên hơn 100.

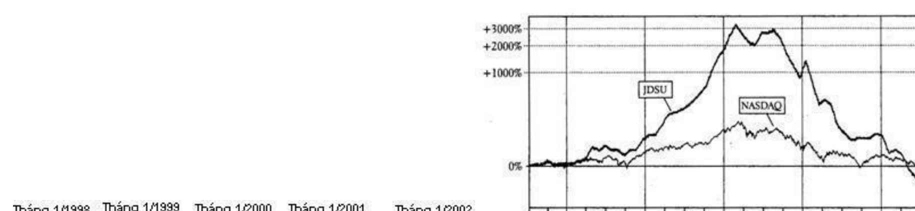
Biểu đồ 4.1: Chỉ số chứng khoán NASDAQ từ tháng 7/1999-7/2002



Bong bóng công nghệ cao trên diện rộng

Khi bong bóng đang bay cao thì việc tìm một người phản đối hay nhạo báng lĩnh vực công nghệ này cũng khó như tìm một người thợ sửa máy Maytag[9]. Các cuộc khảo sát về giới đầu tư đầu năm 2000 cho thấy những kỳ vọng về lợi nhuận từ cổ phiếu trong tương lai dao động từ 15-25%/năm hoặc cao hơn nữa. Như vậy, tính từ năm 1982, thị trường chứng khoán đã mang lại lợi nhuận trên 18%. Đối với các hãng như Cisco và JDS Uniphase – thường được biết đến là nhân tố tạo ra “xương sống cho mạng Internet” – thì mức lợi nhuận 15%/năm sẽ bị chỉ trích nặng nề. Song cổ phiếu của Cisco có chỉ số P/E lên đến 3 con số và giá trị vốn hóa thị trường của hãng này là gần 600 tỷ đô-la. Nếu lợi nhuận của Cisco tăng 15%/năm, thì cho đến tận 10 năm sau, cổ phiếu của hãng này vẫn được bán ở mức cao hơn chỉ số trung bình. Và nếu Cisco vẫn duy trì mức lợi nhuận 15%/năm trong vòng 25 năm tiếp theo, đồng thời nền kinh tế quốc dân tiếp tục tăng 6% trong cùng khoảng thời gian đó, thì có lẽ tài sản của Cisco sẽ lớn hơn toàn bộ nền kinh tế. Rõ ràng không hề có sự liên hệ nào giữa việc định giá thị trường chứng khoán và những kỳ vọng hợp lý về tốc độ tăng trưởng trong tương lai. Thậm chí cổ phiếu blue-chip Cisco đã mất hơn 90% giá trị thị trường khi bong bóng vỡ tung. Đối với trường hợp JDS Uniphase, biểu đồ dưới đây mô tả giá cổ phiếu của hãng này với chỉ số NASDAQ từ giữa năm 1997 đến giữa năm 2002. Khi so sánh như vậy, rất khó nhận ra bong bóng trong chỉ số tổng thể.

Biểu đồ 4.2: So sánh cổ phiếu JDS Uniphase với chỉ số chứng khoán NASDAQ từ tháng 7/1997-7/2002



Cổ phiếu của các hãng như Amazon.com và Priceline.com – những kẻ đi đầu trong cuộc diễu binh Internet – đã tăng đến mức chóng mặt. Mặc dù doanh thu bán sách tương đối khiêm tốn và lỗ lớn, Amazon vẫn bán được cổ phiếu với mức giá giúp tổng giá trị vốn hóa thị trường của hãng này (giá cổ phiếu được nhân với số lượng cổ phần) lớn hơn tổng giá trị thị trường của tất cả nhà sách thuộc sở hữu công như

Barnes & Noble. Năm 1999, Jeff Bezos, giám đốc điều hành của Amazon, được tạp chí Time bình chọn là "Nhân vật của năm". Trong khi bị thua lỗ hàng đống tiền, Priceline – một hãng đấu giá có trang web bán các chỗ trống trên máy bay, đã được bán lại. Giá trị vốn hóa thị trường của hãng này còn lớn hơn tổng giá trị vốn hóa của tất cả các hãng vận tải hàng không gộp lại. Cơn điên loạn về các loại cổ phiếu liên quan đến Internet dường như không có giới hạn. Kết quả thảm hại mà giới đầu tư phải hứng chịu, thậm chí ngay cả đối với loại cổ phiếu hàng đầu thuộc Nền kinh tế mới, được trình bày trong bảng dưới đây.

Bảng 4.1: Cổ phiếu hàng đầu thuộc Nền kinh tế mới khiến giới đầu tư sạt nghiệp ra sao

Cổ phiếu	*Mức giá cao năm 2000*	*Mức giá thấp năm 2001-2002*	*Tỷ lệ giảm*
Amazon.com	75,25	5,51	92,7
Cisco Systems	82,00	8,12	90,1
Corning	113,33	1,10	99,0
JDS Uniphase	297,34	1,58	99,5
Lucent Technologies	74,93	0,55	99,3
Nortel Networks	143,62	0,43	99,7
Priceline.com	165,00	1,05	99,4
Yahoo.com	238,50	8,45	96,4

Với trò chơi về tên gọi trong thời kỳ bùng nổ tronics, hầu hết các công ty đều thêm hậu tố "tronics" nhằm thu hút sự chú ý; câu chuyện tương tự cũng lặp lại khi cơn điên loạn về Internet bùng phát. Hàng chục công ty, thậm chí ngay cả những hãng không hề liên quan đến Internet, đều đổi thành tên có hơi hướng gắn với địa chỉ trang web, như dot.com, dotnet hay Internet. Ba nhà nghiên cứu thuộc trường Đại học Purdue là M. Cooper, D. Dimitrov và P. R. Rau đã tiến hành nghiên cứu 63 công ty đổi tên với một vài từ liên quan đến địa chỉ trang web trong năm 1998 và 1999. Khi đánh giá mức độ biến động giá cổ phiếu của các công ty từ 5 ngày trước khi

đổi tên (khi thông tin về việc thay đổi tên bắt đầu bị rò rỉ) cho đến 5 ngày sau khi chúng tuyên bố đổi tên, ba nhà nghiên cứu khẳng định việc đổi tên có tác động rất mạnh. Trong khoảng thời gian 10 ngày, giá cổ phiếu của các công ty đã đổi tên tăng hơn 125% so với các công ty hoạt động trong cùng lĩnh vực. Ngay cả khi hoạt động kinh doanh chính của công ty không hề liên quan tới Internet, giá cổ phiếu của nó vẫn tăng. Trong một nghiên cứu sau này về thời kỳ hậu bong bóng, các tác giả đã phát hiện giá cổ phiếu cũng được lợi rất nhiều khi cụm từ dot.com bị xóa khỏi tên của hãng.

Trường hợp PalmPilot, hãng sản xuất thiết bị kỹ thuật số hỗ trợ cá nhân (PDA) là một ví dụ điển hình về cơn điên tràn lan khắp thị trường – cơn điên vượt xa cả những điều tưởng chừng như phi lý nhất. Palm thuộc quyền sở hữu của một công ty có tên là 3Com. Kể từ khi các thiết bị PDA được chào bán trong cuộc cách mạng kỹ thuật số, người ta đã cho rằng PalmPilot sẽ là một loại cổ phiếu cực kỳ hấp dẫn. Thế nhưng 3Com lại biết rất ít về xu hướng phản ứng mạnh mẽ của thị trường.

Đầu năm 2000, 3Com bán 5% cổ phần Palm mà hãng này nắm giữ trong lần chào bán chứng khoán đầu tiên ra công chúng. Giá cổ phiếu Palm tăng quá nhanh đến mức giá trị vốn hóa thị trường của Palm đã tăng gấp đôi so với của 3Com. Thế nhưng cần phải nhớ rằng 3Com vẫn nắm giữ 95% cổ phần của Palm. Vậy hóa ra giá trị của 95% cổ phần của Palm còn lớn hơn tổng giá trị vốn hóa thị trường của 3Com đến gần 25 tỷ đô-la. Cứ như thể tất cả các tài sản khác của 3Com chỉ đáng giá "âm" 25 tỷ đô-la. Nếu bạn muốn mua PalmPilot thì bạn cũng có thể mua 3Com và nắm giữ toàn bộ hoạt động kinh doanh còn lại của 3Com với mức "âm" 61 đô-la/cổ phần. Trong cuộc tìm lợi nhuận phi lý trí, thị trường đã nảy sinh rất nhiều hiện tượng bất thường, thậm chí còn lạ lùng hơn cả hành động giả mạo sổ sách chứng khoán mà sẽ nhanh chóng bị phanh phui.

Cơn điên chưa từng có về cổ phiếu phát hành mới

Trong quý I năm 2000, 916 hãng đầu tư mạo hiểm đã đầu tư 15,7 tỷ đô-la vào 1.009 hãng Internet mới thành lập. Nhiều công ty cố gắng bắt kịp trào lưu: một con số đáng kinh ngạc – 159 IPO đã thực hiện trót lọt trong quý này. Cũng giống như thời kỳ bùng nổ Bong bóng South Sea, nhiều hãng được cấp vốn tài trợ đã trở thành trò cười lố bịch. Gần như mọi công ty đều bị cuốn theo cơn lốc dot.com. Chúng ta hãy cùng nghiên cứu một vài ví dụ sau đây về các hãng Internet mới ra đời.

· Hãng Digiscents giới thiệu sản phẩm thiết bị ngoại vi có thể kết nối với máy tính để các trang web và trò chơi điện tử phát ra mùi vị. Nó đã "nướng" hàng triệu đô-la của các nhà đầu tư vốn mạo hiểm để cố phát triển một loại thiết bị như vậy.

· Flooz đưa ra sáng kiến về một loại tiền tệ thay thế tên là Flooz – có thể gửi qua email cho bạn bè và gia đình. Đó không hẳn là tiền, bởi vì bạn chỉ có thể sử dụng ở một số địa điểm, song nó chắc chắn là một món quà độc đáo. Để có thể nhanh chóng triển khai, Flooz.com đã áp dụng một câu châm ngôn cổ của trường kinh doanh: "Bất cứ kẻ ngốc nào cũng có thể bán hối phiếu trị giá 1 đô-la để lấy 80 xu." Flooz.com đã tiến hành đợt chào bán đặc biệt đối với những người có thẻ bạch kim của ngân hàng American Express, cho phép họ mua 1.000 đô-la tiền điện tử Flooz với giá chỉ có 800 đô-la. Ngay trước khi tuyên bố phá sản, chính hãng Flooz cũng bị "gậy

ông đập lưng ông” khi có hai băng nhóm tội phạm Philippin và Nga đã sử dụng số thẻ tín dụng đánh cắp để mua 300.000 đô-la tiền điện tử Flooz.

· Còn đối với trường hợp của Pets.com, hãng có một con rối may mắn diễn xuất trong các đoạn quảng cáo trên tivi, thậm chí nó từng xuất hiện trong cuộc diễu hành mừng lễ tạ ơn hàng năm của hệ thống cửa hàng Macy danh tiếng. Tuy nhiên, hình ảnh phổ biến của con rối may mắn này cũng không thể che đậy sự thật là rất khó kiếm lời chỉ bằng việc chuyên chở các túi đựng thức ăn cho thú cưng nặng hơn 11 kg.

Danh sách tên rất nhiều công ty theo đuổi lĩnh vực Internet mạo hiểm càng chứng minh rõ sự nhẹ dạ cả tin: Bunions.com, Crayfish, Zap.com, Gadzooks, Fogdog, FatBrain, Jungle.com, Scoot.com, mylackey.com và moreover.com, v.v... Đây không phải là các mô hình kinh doanh, mà thực chất là các mô hình đại diện cho hoạt động kinh doanh thất bát.

Philip J. Kaplan đã chứng tỏ là một phóng viên thời sự xuất sắc chuyên phân tích sự ngu dốt của hoạt động cấp vốn để thành lập các công ty dot.com mới. Ngay sau khi bong bóng xì hơi, ông quyết định lập một trang web có tên là F**kedcompany.com để phơi bày những câu chuyện tầm phào, bên lề mới nhất về các công ty dot.com đang bị chìm xuống. Trang web đã thu hút 4 triệu người truy cập. Sau đó, Kaplan xuất bản một cuốn sách cùng tên với trang web nhằm chế nhạo 100 ý tưởng kinh doanh dot.com lố bịch nhất. Kaplan đã mô tả về sự phá sản của công ty SwapIt.com như sau:

HÃY ĐỂ TÔI CẮT NGHĨA RÕ RÀNG HOẠT ĐỘNG NÀY:

Tôi gửi cho họ một đĩa CD.

Họ đưa lại cho tôi thẻ ”SwapIt Bucks” vô dụng.

Họ vỡ nợ.

Tôi chẳng có gì cả.

Tuyệt, hãy cho tôi đăng ký làm thành viên!

SwapIt.com là một ý tưởng cực kỳ ngu xuẩn. Hãng đã đưa ra giả thiết là mọi người có thể mua bán, trao đổi đĩa CD và trò chơi điện tử đã qua sử dụng bằng cách gửi chúng đến SwapIt.com. Sau đó, họ được phát thẻ ”SwapIt Bucks”, có thể sử dụng để mua đồ dùng bỏ đi của người khác cũng được gửi đến hãng… Thành công rực rỡ của eBay hoàn toàn dựa trên sự thật là họ KHÔNG CÓ HÀNG TỒN KHO. Bằng việc xử lý tất cả khối lượng hàng tồn kho như vậy, SwapIt giống như tất cả những thứ đồ bỏ chẳng đem lại chút ích lợi nào.

TheGlobe.com

Ký ức sống động nhất về giai đoạn bùng nổ IPO mà tôi còn nhớ xảy ra vào một buổi sáng sớm tháng 11/1998, khi tôi đang tham gia cuộc phỏng vấn trong một chương trình truyền hình. Trong khi đợi ở “phòng nghỉ”, tôi đã nghĩ thật không thích hợp khi ngồi cạnh hai anh chàng mặc quần jean trông như học sinh phổ thông, mặc dù chắc chắn phải hơn 20 tuổi. Tôi không hề biết rằng họ chính là những ngôi sao mới nổi đầu tiên trong giai đoạn bùng nổ Internet và là

tiêu điểm của chương trình. Stephen Paternot và Todd Krizelman đã thành lập một công ty có tên là TheGlobe.com trong phòng ngủ tập thể của Todd tại Cornell. Công ty của họ là một hệ thống thông báo tin nhắn trực tuyến trên diện rộng với hy vọng sẽ mang về mức doanh thu cao từ việc bán các quảng cáo tiêu đề. Trước đó, một công ty cần phải có doanh thu và lợi nhuận thực tế để có thể phát hành cổ phiếu ra công chúng, thế nhưng TheGlobe.com thì không có cả hai. Tuy nhiên, đây là kỷ nguyên mới, và Credit Suisse First Boston – chủ ngân hàng của họ – đã cho phép công ty phát hành cổ phiếu với giá 9 đô-la/cổ phần. Ngay lập tức giá tăng vọt lên 97 đô-la. Vào thời điểm đó, đây là mức tăng trong ngày đầu tiên phát hành cao nhất trong lịch sử, nâng giá trị thị trường của công ty lên gần 1 tỷ đô-la và biến hai thành viên sáng lập thành triệu phú. Đó chính là ngày chúng ta hiểu được rằng giới đầu tư có thể ném tiền vào bất cứ thương vụ nào mà chỉ cách đó 5 năm chắc hẳn đã không vượt qua được các rào cản của hoạt động thẩm tra thông thường.

Việc phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng của TheGlobe.com chính là chất xúc tác làm bùng nổ giai đoạn phát bệnh của bong bóng Internet. Mối quan hệ giữa lợi nhuận và giá cổ phần rất chặt chẽ, và có cả một làn sóng các dự án kinh doanh mạo hiểm đang thua lỗ lao vào thị trường cùng với IPO. Còn đối với Paternot, năm 1999, một phóng sự của kênh CNN đã chộp được cảnh anh này mặc quần đen bóng bẩy, đứng nhảy trên một chiếc bàn trong một hộp đêm thời thượng ở New York cùng với cô người mẫu mà anh này giành được như chiến lợi phẩm. Người ta đã nghe thấy Paternot nói như thế này trong máy quay: “Có bạn gái, có tiền. Giờ đây tôi đã sẵn sàng để sống một cuộc đời phù phiếm, đáng kinh tởm.” Đúng, cuộc sống có thể kinh tởm vì rằng Paternot và Krizelman đều được biết đến là “những thanh niên tiêu biểu cho hội chứng Internet trên khắp toàn cầu”. TheGlobe.com đã đóng cửa trang web vào năm 2001. Trong cuốn sách tự bạch của mình, A very Public Offering (Một món quà hết sức công cộng), Paternot đã thừa nhận anh không biết mấy về cách thức điều hành một công ty.

Đầu năm 2000, khi mà cuộc chơi vẫn diễn ra rất sôi nổi, John Doerr – một nhà đầu tư vốn mạo hiểm hàng đầu với hãng Kleiner Perkins nổi tiếng, đã gọi hiện tượng tăng giá của các loại cổ phiếu liên quan đến Internet là “sức mạnh sản sinh của cải hợp pháp ghê gớm nhất trong lịch sử loài người”. Đến năm 2002, ông lại vô tình viết rằng đó cũng là sức mạnh tàn phá của cải khủng khiếp nhất trên trái đất.

Các nhà phân tích chứng khoán lên tiếng

Các nhà phân tích chứng khoán uy tín ở Phố Wall cũng góp phần tạo ra nhiều khí nóng thổi bùng bong bóng Internet. Các chuyên gia như Mary Meeker của Morgan Stanley, Henry Blodgett của Merrill Lynch và Jack Grubman của Salomon Smith Barney đã trở thành những cái tên quen thuộc và được suy tôn không kém gì các ngôi sao thể thao hay ca sỹ nhạc rock. Meeker được tạp chí *Barron’s* trao danh hiệu “Nữ hoàng của Net”. Blodgett được biết đến là “Vua Henry”, trong khi Grubman lại có biệt hiệu là “Quân sư Telecom”, và theo cách gọi của một giám đốc điều hành ngưỡng mộ ông thì ông gần như một “Á Thánh”.

Cũng giống như các ngôi sao thể thao, mỗi người đều được trả lương hàng triệu đô-la. Tuy nhiên, thu nhập của họ không dựa trên chất lượng của các bài phân tích, mà là khả năng thu hút hoạt động kinh doanh ngân hàng đầu tư béo bở về cho hãng của họ bằng cách ngầm hứa hẹn rằng việc công bố các nghiên cứu rất khả quan mà họ đang tiến hành sẽ tiếp tục hỗ trợ các

IPO ở thị trường sau khi bán.

Thông thường, "Bức tường Trung Hoa"[10] được cho là có nhiệm vụ tách rời chức năng nghiên cứu của các hãng ở Phố Wall (vốn được cho là hoạt động vì lợi ích của nhà đầu tư) với chức năng thuộc nghiệp vụ ngân hàng đầu tư vốn sinh lãi lớn, hoạt động vì lợi ích của khách hàng là các tổ chức và doanh nghiệp. Thế nhưng khi bong bóng tràn ngập khắp nơi, bức tường đó bỗng nhiên tan chảy chẳng khác nào một miếng pho-mát Thụy Sỹ.

Các nhà phân tích chính là những người dẫn đầu trong đoàn cổ động cho cơn bùng nổ này. Blodgett đã tuyên bố thẳng thừng rằng các phương pháp định giá truyền thống không phù hợp với "giai đoạn bùng nổ của một nền công nghiệp". Năm 1999, trong một bài viết tâng bốc trên tạp chí *New Yorker*, Meeker cho rằng "đây chính là thời điểm để bạn hành động mạo hiểm nhưng có lý trí". Những bình luận mà họ đưa ra đối với từng loại cổ phiếu đã làm cho giá tăng vọt. Và tại sao không? Việc lựa chọn cổ phiếu được mô tả như những cú đập bóng chày thật mạnh: Loại cổ phiếu được kỳ vọng sẽ tăng giá gấp bốn lần chính là một "Four Bagger". Loại cổ phiếu hấp dẫn hơn có thể là một "Ten Bagger"[11]. Và như tờ *The Industry Standard* nhận xét: "Khi Mary Meeker lên tiếng, cổ phiếu Internet sẽ trở nên điên loạn."

Các nhà phân tích chứng khoán luôn tìm ra lý do để tăng giá cổ phiếu. Họ rất ít khi nói ra từ "bán", bởi vì họ không muốn đặt mối quan hệ với ngân hàng đầu tư hiện tại hoặc tương lai vào tình trạng nguy hiểm, hay xúc phạm các chuyên gia tài chính hàng đầu của hãng. Thông thường, cứ 10 cổ phiếu được xếp loại "mua" tương ứng với một cổ phiếu được xếp loại "bán". Thế nhưng trong suốt thời kỳ bong bóng, tỷ lệ số cổ phiếu bán trên số cổ phiếu mua gần chạm mức 100/1. Và khi giá cổ phiếu ngày càng leo cao, người dân Mỹ càng tin tưởng mạnh mẽ rằng việc đầu tư thật dễ dàng. Họ bật kênh CNBC để nghe các cuộc phỏng vấn của các cố vấn đầu tư uy tín mà mình yêu thích, họ có thể lắng nghe không biết chán những câu chuyện ngớ ngẩn mà nhà phân tích đang rêu rao. Và khi bong bóng vỡ tung, các nhà phân tích nổi tiếng có nguy cơ bị kiện, thậm chí có thể nguy hiểm đến tính mạng; còn hãng của họ có nguy cơ bị SEC và Eliot Spitzer – công tố viên Liên bang New York – điều tra và phạt tiền. Giờ đây, Blodgett được tờ *New York Post* gọi là "hoàng tử hề" của bong bóng Internet. Grubman bị chế giễu trước ủy ban quốc hội vì vẫn tiếp tục chào bán cổ phiếu WorldCom, ông còn bị công tố viên Spitzer điều tra vì đã thay đổi kết quả xếp hạng cổ phiếu của mình để thâu tóm hoạt động kinh doanh ngân hàng đầu tư. Tạp chí *Fortune* đã kết thúc câu chuyện này với bức ảnh Mary Meeker ở ngay trang bìa với dòng tít "Liệu chúng ta còn có thể tin Phố Wall nữa không?"

Các đơn vị định giá mới

Để bào chữa cho mức giá cổ phiếu cao chưa từng thấy của các hãng liên quan đến Internet, các nhà phân tích chứng khoán đã sử dụng một loạt "đơn vị mới" để định giá cổ phiếu. Rốt cục thì các cổ phiếu Nền kinh tế mới cũng thuộc một trường phái khác biệt – chắc chắn không nên áp dụng cho chúng các tiêu chuẩn cổ hủ, lạc hậu, chẳng hạn chỉ số P/E vốn thường được sử dụng để định giá các công ty thuộc nền kinh tế thông thường.

Trong thế giới Internet mới mẻ và hào nhoáng thì doanh số, doanh thu và lợi nhuận không liên quan đến nhau. Để định giá các công ty Internet, các nhà phân tích đã tập trung vào các "eyeball" – số lượng người xem hay "truy cập" một trang web. Có một tiêu chí đặc biệt quan

trọng là số lượng "người mua hàng tiềm năng" – những người dành ít nhất 3 phút để nghiên cứu một trang web. Mary Meeker đã nhiệt tình bình luận về Drugstore.com bởi vì 48% lượt truy cập là những "người mua hàng tiềm năng". Không ai quan tâm liệu những "người mua hàng tiềm năng" có xì tiền ra và mua thứ gì đó hay không. Doanh số là một tiêu chí đã quá lỗi thời. Tại thời điểm năm 2000, khi bong bóng đang phồng to, cổ phiếu Drugstore.com lên tới 67,50 đô-la. Đến mùa thu năm sau – khi những người truy cập bắt đầu chú ý đến lợi nhuận, giá cổ phiếu của Drugstore chỉ còn tính bằng "xu".

"Mind share" là một đơn vị phi tài chính phổ biến khác đã thuyết phục tôi tin rằng giới đầu tư hoàn toàn mất trí. Chẳng hạn, vào tháng 10/2002, Morgan Stanley đã đánh giá cao trang web bán bất động sản trực tuyến Homestore.com bởi vì có đến 72% trong tổng số thời gian mà người sử dụng Internet truy cập vào các trang web bất động sản là dành để nghiên cứu các bất động sản được niêm yết trên trang Homestore.com. Thế nhưng "mind share" không phải là nguyên nhân khiến người sử dụng Internet quyết định mua bất động sản được niêm yết, do vậy cũng không thể ngăn chặn việc giá cổ phiếu Homestore.com sụt giảm thảm hại đến 99% so với mức cao kỷ lục trong suốt năm 2001.

Đơn vị định giá đặc biệt được thiết lập cho các công ty viễn thông. Các nhà phân tích chứng khoán đã trèo vào các đường hầm để đo chiều dài cáp quang ngầm thay vì kiểm tra các phân số nhỏ. Các công ty viễn thông vay tiền vô tội vạ và số sợi quang được lắp đặt cũng đủ bao quanh Trái đất 1.500 lần. Như một dấu hiệu thể hiện xu hướng hiện tại, hãng cung cấp dịch vụ Internet và viễn thông PSI Net (hiện nay đã phá sản) đã đưa tên hãng vào sân vận động Baltimore Raven. Khi giá cổ phiếu viễn thông tiếp tục tăng vùn vụt, dễ dàng vượt qua bất cứ tiêu chuẩn định giá thông thường nào, thì các nhà phân tích chứng khoán lại làm việc mà họ vẫn thường làm – hạ thấp các tiêu chuẩn xuống.

Việc các công ty viễn thông có thể dễ dàng kiếm tiền từ Phố Wall đã dẫn đến tình trạng cung vượt cầu – có quá nhiều cáp quang từ xa, quá nhiều máy tính và quá nhiều công ty viễn thông. Nền công nghiệp quả thực đã bị chết ngạt. Năm 2002, thậm chí tập đoàn WorldCom hùng mạnh cũng phải tuyên bố phá sản. Các công ty lớn về thiết bị như Lucent và Nortel vốn trước đó từng tham gia hoạt động giao dịch tài chính mạo hiểm nay cũng bị thua lỗ đáng kể, phải cắt giảm hàng chục nghìn công nhân. Trong giai đoạn bong bóng, có khoảng 1.000 tỷ đô-la đã được ném vào đầu tư trong lĩnh vực viễn thông. Phần lớn số tiền này đã bốc hơi sạch. Năm 2001, có một truyện cười lan truyền khắp cộng đồng Internent như thế này:

Mẹo vặt trong tuần

Cách đây một năm, nếu bạn bỏ 1.000 đô-la mua cổ phiếu Nortel, thì bây giờ nó chỉ đáng giá 49 đô-la. Và nếu cũng cách đây một năm bạn dùng 1.000 đô-la để mua bia Budweiser, chứ không phải cổ phiếu, sau đó uống hết tất cả chỗ bia đó và bán vỏ bia, thì bây giờ bạn sẽ có 79 đô-la.

Lời khuyên của tôi dành cho bạn là… hãy bắt đầu uống thật nhiều bia.

Đến mùa thu năm 2002, 1.000 đô-la được đầu tư vào cổ phiếu Nortel chỉ còn đáng giá 3 đô-la.

Tác động của phương tiện truyền thông đại chúng

Phương tiện truyền thông đại chúng cũng hậu thuẫn và tiếp tay cho hiện tượng bong bóng, biến chúng ta thành quốc gia của những con buôn. Giống như thị trường chứng khoán, nghề báo cũng tuân thủ các luật cung cầu. Do giới đầu tư muốn có thật nhiều thông tin về cơ hội đầu tư Internet, tất yếu lượng cung tạp chí cũng gia tăng nhằm đáp ứng nhu cầu. Độc giả cũng không hứng thú với những bài phân tích ảm đảm và hoài nghi về cơ hội đầu tư, họ chỉ quan tâm đến các ấn phẩm hứa hẹn một con đường làm giàu dễ dàng. Tạp chí về Internet thường đăng những câu chuyện đại loại như "Cổ phiếu Internet có khả năng tăng gấp đôi trong vài tháng tới". Như Jane Bryant Quinn nhận xét, đó chỉ là "tạp chí khiêu dâm đầu tư... nhưng tất cả các hình thức khiêu dâm đều giống nhau".

Một loạt tạp chí thuộc lĩnh vực công nghệ và kinh doanh đã tập trung vào Internet nhằm đáp ứng cơn khát thông tin của công chúng. Tạp chí *Wired* tự xưng là người tiên phong trong cuộc cách mạng kỹ thuật số. *The Industry Standard* là một tuần báo mới của nền kinh tế Internet, còn *Business 2.0* tự hào là "nhà tiên tri của nền kinh tế mới". Các ấn phẩm tạp chí sinh sôi nảy nở đến chóng mặt là một dấu hiệu điển hình của bong bóng đầu cơ. Nhà sử học Edward Chancellor đã chỉ ra rằng trong suốt thập niên 1840, có 14 tuần báo và 2 nhật báo đã ra đời để đưa tin về nền công nghiệp đường sắt mới nổi. Trong suốt giai đoạn khủng hoảng tài chính năm 1847, có rất nhiều ấn phẩm về đường sắt đã nói lời giã biệt. Khi *The Industry Standard* phá sản năm 2001, *New York Times* bình luận rằng "tạp chí này đã sụp đổ vào ngày mà tin đồn tan biến".

Bản thân Internet đã trở thành một phương tiện truyền thông đại chúng. Nhà đầu tư cá nhân không còn phải tham khảo *Wall Street Journal* hay gọi điện cho chuyên gia môi giới để lấy bản báo giá cổ phiếu nữa. Tất cả thông tin họ cần đã có sẵn trên mạng. Trang web cung cấp các bản báo cáo cổ phiếu tóm tắt, bảng xếp hạng của các chuyên gia, biểu đồ dao động của cổ phiếu trong quá khứ, dự báo về tốc độ tăng trưởng dài hạn và lợi nhuận trong quý tiếp theo – tất cả cho phép mọi người truy cập ngay lập tức vào các danh mục tin tức mới về bất kỳ loại cổ phiếu nào. Mạng Internet đã dân chủ hóa quá trình đầu tư, đóng vai trò cực kỳ quan trọng trong việc duy trì bong bóng.

Các chuyên gia môi giới trực tuyến là một nhân tố chủ chốt tiếp nạp nhiên liệu cho giai đoạn bùng nổ Internet. Giao dịch rất rẻ, ít nhất là tiền hoa hồng rất thấp. (Trên thực tế, chi phí giao dịch lớn hơn nhiều so với hầu hết phí môi giới trực tuyến được quảng cáo, bởi vì phần lớn chi phí bị tiêu tốn để truyền thông tin giữa giá "chào mua" của một người bán, tức là giá mà một khách hàng có thể bán cổ phiếu, và giá "chào bán", tức là giá mà một khách hàng có thể mua). Các hãng môi giới giảm giá quảng cáo rầm rộ và khiến mọi người tin rằng có thể chiến thắng thị trường rất dễ dàng. Trong một đoạn quảng cáo, có khách hàng đã huênh hoang rằng bà ta không chỉ muốn đánh bại thị trường mà còn muốn "quật ngã thân hình nhỏ bé, khẳng khiu, gầy trơ xương của thị trường xuống đất và khiến thị trường phải cầu xin sự khoan dung". Trong một clip quảng cáo nổi tiếng khác trên truyền hình, Stuart, chuyên gia mạng gàn dở, đã khuyến khích ông chủ lạc hậu của mình mua cổ phiếu trực tuyến lần đầu tiên với câu khẩu hiệu "Hãy thắp ngọn nến này lên!" Khi ông chủ đáp rằng ông này chẳng biết gì về cổ phiếu, Stuart lại nói: "Vậy thì ông hãy nghiên cứu đi!" Chỉ sau một cú click chuột trên bàn phím, ông chủ nghĩ rằng mình đã khôn ngoan hơn nhiều và quyết định mua hàng trăm cổ phiếu đầu tiên.

Truyền hình cũng tiếp thêm khí nóng để thổi bùng bong bóng Internet. Mạng lưới kênh truyền

hình cáp như CNBC và Bloomberg đã trở thành hiện tượng văn hóa. Trên khắp thế giới, ở câu lạc bộ thể dục, sân bay, quán bar và nhà hàng – đâu đâu cũng bật kênh CNBC suốt ngày. Thị trường chứng khoán được xem như một sự kiện thể thao, có chương trình bình luận trước trận đấu – những kỳ vọng trước khi thị trường mở cửa, bình luận trong trận đấu – suốt thời gian giao dịch, và bình luận sau trận đấu để tổng kết lại các diễn biến trong ngày, đồng thời giúp giới đầu tư chuẩn bị cho ngày tiếp theo. CNBC đã ám chỉ rằng việc nghe nhiều bản tin sẽ giúp bạn đi trước thời đại. Hầu hết khách mời phỏng vấn trong ngày đều khẳng định cổ phiếu tăng giá. Các bình luận viên của CNBC như Maria Bartiromo đặc biệt thích lên lịch phỏng vấn các chuyên gia có thể tự tin khẳng định một loại cổ phiếu dot.com nào đó có giá 50 đô-la sẽ nhanh chóng tăng lên 500 đô-la.

Thị trường là câu chuyện còn nóng hổi hơn cả tình dục. Thậm chí tay phát thanh viên Howard Stern đã cắt ngang rất nhiều cuộc tranh luận về các nữ hoàng khiêu dâm và các bộ phận cơ thể để nghiên cứu thị trường chứng khoán và sau đó đi chào bán một vài loại cổ phiếu Internet.

Kết quả là doanh thu đã đạt mức cao kỷ lục của mọi thời đại. Thời gian trung bình để nắm giữ một loại cổ phiếu thường không được tính bằng năm hay tháng, mà theo ngày hoặc giờ. Tỷ lệ bồi hoàn của các quỹ tương hỗ (tỷ lệ phần trăm các tài sản được bồi hoàn của các quỹ) tăng vọt lên và tình trạng bất ổn định của giá cổ phiếu riêng lẻ lan tràn. Có 20 loại cổ phiếu bất ổn nhất thường tăng hoặc giảm 5% trong mỗi ngày giao dịch. Đến đầu năm 2000, tỷ lệ thay đổi giá nhiều nhất là từ 50% trở lên. Có 10 triệu người giao dịch cổ phiếu Internet trong ngày và nhiều người trong số đó đã bỏ việc để đi theo con đường mà họ cho là có thể làm giàu dễ dàng. Đối với họ, dài hạn có nghĩa là quá buổi sáng một chút. Đây là một ý nghĩ hết sức điên rồ. Họ có thể bỏ ra hàng giờ để tìm hiểu một thiết bị nhà bếp có giá 50 đô-la trước khi mua, nhưng lại sẵn sàng mạo hiểm đầu tư hàng chục nghìn đô-la mà chỉ căn cứ vào một mẹo vặt lượm được trong phòng chat. Terrance Odean, giáo sư tài chính chuyên nghiên cứu hành vi của giới đầu tư, cùng với đồng nghiệp của ông đã phát hiện ra rằng hầu hết những người giao dịch chứng khoán Internet bị thua lỗ ngay cả trong thời kỳ bong bóng, mua và bán cổ phiếu sai theo hệ thống, rằng càng thu được kết quả tồi tệ thì họ lại càng mua bán nhiều hơn. Thời gian tồn tại trung bình của những người giao dịch chứng khoán trong ngày là khoảng 6 tháng.

Nạn lừa đảo vây hãm và bóp nghẹt thịtrường

Các cơn điên loạn về đầu cơ, chẳng hạn bong bóng Internet, đã phơi bày những mặt tồi tệ nhất trong hệ thống của chúng ta. Hãy coi như không có sai lầm nào: đó chỉ là cơn điên loạn bất thường về cổ phiếu Nền kinh tế mới – cơn điên loạn đã tạo ra một chuỗi các vụ bê bối kinh tế làm rung chuyển hệ thống tư bản đến tận gốc rễ.

Nhiều doanh nghiệp được duy trì không phải nhằm tạo ra lợi ích dài hạn, mà để tạo ra lợi nhuận tức thì của giới đầu cơ. Khi các nhà phân tích bên bán của Phố Wall tìm kiếm mức lợi nhuận được dự đoán tăng cao trong thời gian ngắn nhằm biện minh cho hiện tượng giá cổ phiếu tăng cao bất thường, nhiều nhà quản lý doanh nghiệp đã sẵn lòng đáp ứng. Và khi mục tiêu về mức lợi nhuận kỳ vọng được chứng minh là khó đạt được, thì có thể vận dụng nghiệp vụ “kế toán sáng tạo” để có thể vượt qua những con số phỏng đoán đã được công bố ở Phố Wall lẫn “những con số đồn đại”. Một ví dụ hoàn hảo là Enron – từng là tập đoàn lớn thứ bảy ở Mỹ. Sự sụp đổ của Enron, trong đó hơn 65 tỷ đô-la giá trị thị trường đã biến mất hoàn toàn, chỉ có

thể hiểu được trong bối cảnh bong bóng tràn ngập khu vực Nền kinh tế mới của thị trường chứng khoán. Enron được coi là cổ phiếu Nền kinh tế mới hoàn hảo, thống trị thị trường năng lượng lẫn truyền thông băng thông rộng, giao dịch điện tử và thương mại.

Enron là loại cổ phiếu ưa thích của các nhà phân tích Phố Wall. Thậm chí sau khi tập đoàn này bắt đầu rò rỉ thông tin trong suốt mùa thu năm 2001, có 16/17 nhà phân tích chứng khoán đưa tin về Enron đã xếp hạng nó vào loại cổ phiếu "mua" hoặc "mua mạnh". Tạp chí *Fortune* đã ví các công ty dịch vụ và năng lượng lâu đời như "một lũ người hủ lậu cùng các bà vợ rê chân theo nhạc của Guy Lombardo". Enron được ví là chàng thanh niên Elvis Presley "đâm sầm vào cửa sổ mái nhà" trong bộ đồ bó sát vàng bóng. Tác giả đã bỏ đi phần kể Elvis đã tự gặm nhấm mình cho đến chết như thế nào. Enron đã lập ra tiêu chuẩn mới về một tập đoàn có mô hình chuyển đổi. Thật không may, tập đoàn này cũng lập ra các tiêu chuẩn mới về hành vi lừa đảo và mị dân.

Một trong những hành vi gian lận mà Enron phạm phải là việc thiết lập vô số mối quan hệ hợp tác phức tạp nhằm che đậy tình hình tài chính thực tế của tập đoàn, đồng thời đưa ra các bản báo cáo phóng đại thu nhập của Enron. Ở đây tôi xin kể ra một hình thức hợp tác đơn giản. Enron liên doanh với Blockbuster để cung cấp dịch vụ cho thuê phim trực tuyến. Vụ giao dịch này sụp đổ vài tháng sau đó. Tuy nhiên, sau khi quan hệ liên doanh được thiết lập, Enron đã bí mật thiết lập mối quan hệ đối tác với một ngân hàng Canada. Ngân hàng này đã cho Enron vay 115 triệu đô-la, đổi lại ngân hàng sẽ được hưởng lợi nhuận từ thương vụ với Blockbuster trong tương lai. Dĩ nhiên là thương vụ hợp tác với Blockbuster không bao giờ "đẻ" ra đồng lợi nhuận nào, thế nhưng Enron coi 115 triệu đô-la tiền vay được như là một khoản "lợi nhuận". Các nhà phân tích Phố Wall đã tán dương và gọi Ken Lay, chủ tịch của Enron, là "nhà cầm quân bậc thầy của năm".

Trước khi Enron bị luật pháp sờ gáy, Andrew Fastow – giám đốc tài chính của tập đoàn này – đã kiếm được 30 triệu đô-la tiền phí để điều hành cái được cho là các mối quan hệ đối tác độc lập. Tất cả các mối quan hệ đối tác này không bao giờ được đưa vào báo cáo tài chính của Enron. Điều này có tác dụng thổi phồng thu nhập của Enron trong khi thực tế hãng đang thua lỗ nặng nề, đồng thời che đậy các khoản nợ khổng lồ. Hãng kiểm toán Arthur Andersen đã xác nhận sổ sách kế toán của Enron là trung thực và minh bạch. Phố Wall thì rất hài lòng khi thu được những khoản phí hậu hĩnh từ các mối quan hệ đối tác.

Lừa đảo dường như đã trở thành một "lẽ sống" của Enron. Theo báo cáo của *Wall Street Journal*, chính hai viên chức cấp cao của Enron là Ken Lay và Jeff Skilling đã dính líu đến việc thành lập một phòng giao dịch giả nhằm gây ấn tượng với các nhà phân tích chứng khoán Phố Wall. Họ mua những thiết bị tốt nhất, nhân viên được giao nhiệm vụ dàn xếp các giao dịch không có thật, thậm chí đường dây điện thoại được sơn màu đen làm cho hoạt động của văn phòng có vẻ rất thú vị, hấp dẫn. Tất cả những điều này thật ra chỉ là một trò bịp bợm tinh vi. Năm 2006, Lay và Skilling bị kết tội lừa đảo và mưu đồ bất chính. Ken Lay ốm yếu đã qua đời trong năm đó.

Một nhân viên bị mất việc lẫn khoản tiền tiết kiệm hưu trí khi Enron phá sản đã lập một trang web bán áo T-shirt với thông điệp: "Tôi bị thất nghiệp vì Enron".

Thế nhưng Enron chỉ là một trong số rất nhiều phi vụ lừa đảo tài chính mà các nhà đầu tư cả tin bị "lòe" trong suốt thời kỳ bong bóng. Nhiều công ty viễn thông đã thổi phồng doanh thu

lên. Tyco đã lập hai quỹ dự trữ “cookie-jar” và tăng phí tổn trước khi sáp nhập nhằm “đẩy cao” lợi nhuận từ các thương vụ mua lại. WorldCom cũng thừa nhận đã đẩy lợi nhuận và dòng tiền mặt lên 7 tỷ đô-la bằng cách chuyển các chi phí thường mà đáng lẽ ra phải được tính trừ vào thu nhập thành khoản đầu tư cơ bản không được trừ vào kết quả kinh doanh sau thuế. Trong rất nhiều trường hợp, giám đốc điều hành của doanh nghiệp hành động giống như những ông tổng giám đốc tham ô, còn một số giám đốc tài chính nên được gọi là giám đốc lừa đảo thì mới chính xác. Trong khi các nhà phân tích tâng bốc các cổ phiếu như Enron và WorldCom lên tận mây xanh, một số lãnh đạo tập đoàn lại chuyển ý nghĩa của EBITDA từ “thu nhập trước thuế, trả lãi và khấu hao” (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) thành “thu nhập trước khi tôi đánh lừa chuyên gia kiểm toán ngu ngốc” (Earnings Before I Tricked the Dumb Auditor). Cuối cùng thì những vụ bê bối kiểu này cũng đưa đến một loạt biện pháp cải cách nhằm giảm bớt xung đột lợi ích phổ biến giữa các giám đốc quản lý, kế toán, các ban ngành và chuyên gia phân tích chứng khoán.

Đáng lẽ chúng ta phải lường trước các nguy hiểm?

Đáng lẽ chúng ta phải nắm bắt tình hình tốt hơn. Đáng lẽ chúng ta phải biết rằng đầu tư vào lĩnh vực công nghệ chuyển đổi vẫn luôn được chứng minh là chẳng đem lại lợi lộc gì cho giới đầu tư. Vào thập niên 1850, đâu đâu người ta cũng kỳ vọng rằng đường sắt sẽ thúc đẩy mạnh mẽ hiệu quả liên lạc và thương mại. Chắc chắn công nghệ đường sắt đã làm được điều này, thế nhưng nó lại không điều chỉnh được giá cổ phiếu đường sắt đã tăng lên đến mức cao ngất ngưởng do đầu cơ – trước khi lao dốc thảm hại vào tháng 8/1857. Một thế kỷ sau, các hãng hàng không và sản xuất truyền hình đã làm lay chuyển cả nước Mỹ, thế nhưng phần lớn các nhà đầu tư nhập cuộc sớm đều bị mất sạch cơ nghiệp. Yếu tố cốt lõi trong hoạt động đầu tư không phải là một nền công nghiệp sẽ tác động đến xã hội sâu rộng như thế nào hay thậm chí ngành công nghiệp đó sẽ tăng trưởng ra sao, mà nằm ở khả năng nền công nghiệp đó có thể sản sinh và duy trì lợi nhuận. Và lịch sử đã dạy cho chúng ta biết rằng tất cả các thị trường phát triển dồi dào quá mức rốt cuộc cũng không thể chống lại định luật vạn vật hấp dẫn. Từ kinh nghiệm bản thân, tôi nhận thấy rằng các nhà đầu tư luôn thua lỗ trên thị trường chính là những người không đủ sức cưỡng lại và cuối cùng đã bị cuốn vào cơn cuồng một loại củ hoa tulip nào đó. Quả thật, không khó để kiếm tiền trên thị trường. Như chúng ta sẽ thấy ở phần sau, một nhà đầu tư chỉ đơn giản mua và nắm giữ một danh mục cổ phiếu đa dạng có thể kiếm được khoản lợi nhuận rất khá trong cuộc chạy đua dài hơi. Song, điều khó tránh là sức cám dỗ ném tiền vào những vụ đầu tư ngắn hạn đầy sức hấp dẫn và có thể phất lên nhanh chóng.

Có rất nhiều nhân vật phản diện xuất hiện trong câu chuyện đạo đức này: đó là những người bảo lãnh phát hành chứng khoán luôn bị ám ảnh về chi phí, đáng lẽ họ phải hiểu rõ sự tình hơn trước khi rao bán tất cả những thứ rác rưởi mà họ mang đến thị trường; đó là các chuyên gia phân tích nghiên cứu – những người dẫn đầu đoàn cổ động cho các chi nhánh ngân hàng và nhiệt tình đề xuất loại cổ phiếu Internet có khả năng bị các tay môi giới thèm khát tiền hoa hồng đẩy giá vọt lên; đó là những viên chức cấp cao của doanh nghiệp sử dụng nghiệp vụ “tài chính sáng tạo” để thổi phồng lợi nhuận của họ. Thế nhưng chính căn bệnh hám lợi truyền nhiễm trong giới đầu tư cá nhân cũng như nguy cơ dính vào mưu đồ hòng làm giàu nhanh chóng đã tạo điều kiện cho bong bóng nở phình ra.

Tuy nhiên, giai điệu này vẫn âm ỉ chưa chấm dứt hẳn. Một anh bạn của tôi đã biến khoản tiền

đầu tư khiêm tốn thành một gia tài nho nhỏ với danh mục đầu tư rất đa dạng, bao gồm trái phiếu, các quỹ bất động sản và quỹ cổ phiếu mà cho phép lựa chọn nhiều công ty blue-chip. Song anh bạn đó lại rất liều lĩnh. Tại các bữa tiệc cocktail, anh ta cứ bám riết lấy những kẻ khoác lác rằng giá cổ phiếu Internet này sẽ tăng gấp ba hay cổ phiếu của nhà sản xuất vi mạch viễn thông kia sẽ tăng gấp đôi. Và anh ta muốn làm một thứ gì đó. Cùng lúc đó, trên thị trường xuất hiện một loại cổ phiếu tên là Boo.com, một công ty bán lẻ trên mạng Internet dự định sẽ bán đúng giá các loại "quần áo hợp mốt ở khu vực thành thị". Nói cách khác, Boo.com dự định bán đúng giá các loại quần áo mà người ta chưa mặc bao giờ. Thế nhưng anh bạn tôi nhìn thấy trên trang bìa của tạp chí *Time* dòng tít: "Hãy nói lời tạm biệt với các trung tâm mua sắm: Mua sắm trên mạng nhanh hơn, rẻ hơn và tiện lợi hơn." Hãng JP Morgan uy tín đã đầu tư hàng triệu đô-la vào công ty này, còn *Fortune* đã gọi đây là một trong những "công ty tuyệt vời trong năm 1999".

Anh bạn tôi đã bị mắc bẫy. "Câu chuyện về Boo.com sẽ thu hút tất cả những người theo dõi băng truyền thông tin với sự hưng phấn cực độ và vẽ lên những viễn cảnh về lâu đài trên cát. Việc trì hoãn mua cổ phiếu cũng có nghĩa là tự chuốc lấy thất bại." Vậy nên anh ta đã phải vội vã lao vào thị trường trước khi những kẻ đại ngốc mò đến.

Trong vòng hai năm trước khi bị phá sản, công ty này đã được đẩy lên vượt qua mức 135 triệu đô-la. Trước những lời buộc tội về việc hãng tiêu xài quá phung phí, người đồng sáng lập đã giải thích: "Tôi chỉ đi máy bay Concorde có ba lần, mà tất cả đều là những lời mời đặc biệt đó chứ." Dĩ nhiên anh bạn tôi mua vào ngay tại thời điểm bong bóng phình to nhất và đã bị mất sạch khoản đầu tư khi hãng này tuyên bố phá sản. Khả năng tránh mắc phải những sai lầm kinh khủng này có lẽ chính là nhân tố quan trọng nhất giúp bảo toàn nguồn vốn và tạo điều kiện để nó sinh lãi. Bài học đã quá rõ ràng, thế nhưng người ta lại rất dễ dàng lờ nó.

Lời kết

Có lẽ hơn tất cả các chương khác, phần phê phán bong bóng Internet trong chương này của tôi có vẻ như đối lập với quan điểm cho rằng thị trường chứng khoán hoạt động rất hiệu quả và hợp lý. Đối với tôi, bài học có thể rút ra từ chương này không phải là thị trường đôi lúc phi lý, vì vậy, chúng ta nên bỏ qua thuyết nền tảng vững chắc. Thay vào đó, chúng ta có thể rút ra kết luận rõ ràng là trong bất kỳ trường hợp nào, bản thân thị trường đã tự điều chỉnh nó. Cuối cùng, thị trường cũng sửa chữa mọi phi lý – cho dù là với tác phong chậm chạp, thờ ơ và hờ hững vốn có. Những sự kiện bất thường có thể xuất hiện đột ngột, thị trường có thể tăng trưởng dồi dào một cách bất hợp lý và chúng thường thu hút các nhà đầu tư thiếu thận trọng. Song cuối cùng, chắc chắn thị trường sẽ nhận ra giá trị đích thực và đây là bài học quan trọng mà giới đầu tư cần chú ý.

Tôi cũng rất ấn tượng với vốn hiểu biết uyên thâm của Benjamin Graham, tác giả cuốn *Security Analysis* (Phân tích chứng khoán). Trong bài phân tích cuối cùng, ông đã viết rằng thị trường chứng khoán không phải là một cơ chế bỏ phiếu, mà thực ra là một cơ chế suy xét, chọn lựa cẩn thận. Các đơn vị định giá vẫn không thay đổi. Xét đến cùng, mọi cổ phiếu chỉ có giá trị khi nó thu về dòng tiền mặt cho nhà đầu tư. Cuối cùng, giá trị đích thực sẽ giành chiến thắng. Câu hỏi quan trọng trong hoạt động đầu tư là bằng cách nào bạn có thể ước tính được giá trị thực. Trong Chương 5, chúng ta sẽ mổ xẻ kỹ lưỡng hơn về vấn đề này, đồng thời nghiên cứu chi tiết

hơn về cách giới chuyên gia cố gắng xác định thế nào là một loại cổ phiếu có giá trị đích thực.

PHẦN II. Các chuyên gia thực hiện cuộc chơi lớn nhất trong thành phố như thế nào[12]

5. Phân tích cơ bản và Phân tích kỹ thuật

Một bức tranh đáng giá cả vạn từ.

—Ngạn ngữ cổ Trung Quốc

Món quà tuyệt vời nhất trong các món quà chính là khả năng ước đoán giá trị thật của mọi thứ.

—La Rochefoucauld

Năm 2006, lượng giao dịch cổ phiếu hàng ngày tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York trị giá khoảng 100 tỷ đô-la. Và đó chỉ là một phần của câu chuyện. Khối lượng giao dịch lớn hơn được thực hiện tại thị trường NASDAQ, trên nhiều mạng điện tử đan xen, và một loạt các sàn giao dịch khu vực của Mỹ. Các hoạt động giao dịch trị giá hàng nghìn tỷ đô-la diễn ra mỗi ngày tại thị trường hàng hóa giao sau, thị trường quyền chọn và thị trường trao đổi cổ phiếu. Các chuyên gia phân tích và tư vấn đầu tư chuyên nghiệp cũng tham gia vào cái gọi là cuộc chơi lớn nhất trong thành phố.

Nếu tiền góp vốn lớn, lợi nhuận thu về cũng sẽ cao. Khi Phố Wall có một năm thuận lợi, sinh viên mới tốt nghiệp trường Đại học Kinh tế Harvard thường được trả mức lương trên 150.000 đô-la/năm. Đứng đầu bảng lương chính là nhà quản lý quỹ nhiều kinh nghiệm – điều hành các quỹ đầu tư, quỹ hưu trí, quỹ tín thác lớn và quản lý trên 1.000 tỷ đô-la tài sản quỹ đầu cơ. Adam Smith sau khi viết tác phẩm *Money Game* (Trò chơi tiền bạc)đã kiêu hãnh tuyên bố ông sẽ kiếm được 250.000 đô-la từ cuốn sách bán chạy này. Bạn bè của ông ở Phố Wall đã đáp trả: “Anh chỉ kiếm được số tiền của một nhân viên bán hàng truyền thống hạng hai.” Mặc dù không phải là nghề có tuổi đời lâu nhất, song hoàn toàn công bằng khi nói rằng “chiếc ghế” trong một cơ quan tài chính cấp cao chính là một trong những khoản tưởng thưởng hào phóng nhất.

Phần II của cuốn sách tập trung mô tả các phương pháp và kết quả thu được của giới chuyên gia ở Phố Wall, Phố LaSalle, Phố Montgomery và nhiều trung tâm tài chính khác. Phần này cũng cung cấp cho bạn phân tích của giới học thuật về các kết quả của giới chuyên gia và đưa ra kết luận là những người này không xứng với khoản tiền mà bạn đã bỏ ra.

Với phương châm kêu như chuông “Công bố [các công trình nghiên cứu] hay tự diệt vong” (Publish or perish), giới học thuật chỉ suốt ngày bận rộn chuẩn bị các bài thuyết trình nhằm đánh đổ lý thuyết của người khác, biện bạch cho lý lẽ của họ hoặc trau chuốt thêm thắt vào những ý kiến vốn đã nhan nhản.

Trong trường hợp này, lý thuyết thị trường hiệu quả chính là một nạn nhân. Giờ đây chúng ta có ba phiên bản “hẹp”, “vừa” và “rộng”. Tất cả ba phiên bản này đều tán thành ý kiến cho rằng ngoại trừ các xu hướng dài hạn, rất khó có thể dự đoán thị trường cổ phiếu tương lai, nếu không muốn nói là không thể. Chính vì vậy, giới đầu tư cổ phiếu chẳng thể làm gì ngoài việc mua và nắm giữ một quỹ có danh mục cổ phiếu tiêu biểu trên thị trường. Phiên bản “hẹp” nói

rằng bạn không thể phỏng đoán giá cổ phiếu chỉ dựa trên cơ sở giá trong quá khứ, đồng thời khẳng định giá cổ phiếu sẽ dao động giống một bước đi ngẫu nhiên. Phiên bản "vừa" lại cho rằng bạn không thể sử dụng các thông tin đã được công bố để dự đoán giá cổ phiếu. Còn phiên bản "rộng" lại tuyên bố thẳng thừng rằng chẳng có gì – ngay cả các sự kiện chưa được công bố – có thể hữu ích trong việc dự đoán giá cổ phiếu trong tương lai; tất cả mọi thứ đang, thậm chí sẽ được biết đến, đều đã được phản ánh ở mức giá hiện tại. Phiên bản "hẹp" tấn công nền tảng vững chắc của phương pháp phân tích kỹ thuật, còn phiên bản "vừa" và "rộng" đi ngược lại niềm tin của những người áp dụng phương pháp phân tích cơ bản.

Sự khác biệt giữa phân tích kỹ thuật và phân tích cơ bản

Nỗ lực nhằm dự đoán chính xác xu hướng giá cổ phiếu trong tương lai và từ đó xác định thời điểm hợp lý để mua hoặc bán một loại cổ phiếu có lẽ được xếp vào một trong những nỗ lực bền bỉ nhất của nhà đầu tư. Cuộc tìm kiếm "trứng vàng" đã dẫn đến sự ra đời của nhiều phương pháp khác nhau, từ phương pháp khoa học cho đến những phương pháp rất huyền bí. Ngày nay có nhiều người dự đoán giá cổ phiếu trong tương lai bằng cách xác định các vệt đen ở mặt trời, nghiên cứu các tuần trăng, hay đo những biến động dọc theo rãnh nứt San Andreas Fault. Tuy nhiên, hầu hết mọi người đều lựa chọn một trong hai phương pháp: phân tích kỹ thuật hoặc phân tích cơ bản.

Hai kỹ phương pháp được các chuyên gia đầu tư sử dụng này đều liên quan đến hai thuyết về thị trường chứng khoán mà tôi đã trình bày ở Phần I. Phân tích kỹ thuật là phương pháp dự đoán thời gian phù hợp để bán hoặc mua một loại cổ phiếu được những người tin vào khái niệm lâu đài trên cát áp dụng khi định giá cổ phiếu. Phân tích cơ bản là kỹ năng áp dụng các nguyên lý của thuyết nền tảng vững chắc vào việc lựa chọn cổ phiếu riêng lẻ.

Về cơ bản, phân tích kỹ thuật là việc lập và diễn giải các biểu đồ cổ phiếu; vì vậy, chỉ có một nhóm nhỏ những người áp dụng phương pháp này, nhưng làm việc tận tụy một cách kỳ lạ, được gọi là người lập biểu (chartist). Họ nghiên cứu các đặc điểm trong quá khứ – cả dao động giá cổ phiếu thường lẫn khối lượng giao dịch – mong tìm ra manh mối về xu hướng biến động giá trong tương lai. Hầu hết những người lập biểu đều tin rằng tính chất logic chỉ chiếm 10% thị trường, 90% còn lại thuộc về yếu tố tâm lý. Nhìn chung, họ ủng hộ trường phái lâu đài trên cát và xem trò chơi đầu tư như một trong những hoạt động phỏng đoán người chơi khác sẽ phản ứng như thế nào. Đương nhiên, các biểu đồ chỉ cho biết hoạt động của người chơi khác trong quá khứ. Thế nhưng các chuyên gia lập biểu lại hy vọng rằng nghiên cứu cẩn thận hoạt động hiện tại của người chơi khác sẽ làm sáng tỏ phần nào xu hướng phản ứng của đám đông trong tương lai.

Các chuyên gia phân tích cơ bản lại có quan điểm hoàn toàn đối lập, họ tin rằng tính chất logic chiếm đến 90% thị trường và yếu tố tâm lý chỉ có vẻn vẹn 10%. Không mấy quan tâm đến mô hình dao động giá cổ phiếu trong quá khứ, những người áp dụng phương pháp phân tích cơ bản cố tìm cách xác định giá trị chính xác của một loại cổ phiếu được phát hành. Giá trị trong trường hợp này liên quan đến sự tăng trưởng của nguồn thu, cổ tức, lãi suất kỳ vọng cũng như rủi ro trong tương lai. Khi coi những nhân tố này là mức tăng trưởng tương lai của mỗi công ty, người áp dụng phương pháp phân tích cơ bản sẽ ước tính được giá trị nội tại của một loại chứng khoán hay giá trị nền tảng vững chắc. Nhà đầu tư nên mua nếu giá trị này cao hơn giá

thị trường. Chuyên gia vận dụng phương pháp phân tích cơ bản cũng tin rằng cuối cùng thì thị trường cũng sẽ phản ánh chính xác giá trị thực của loại chứng khoán đó. Có lẽ, có đến 90% chuyên gia phân tích chứng khoán ở Phố Wall tự nhận họ là người áp dụng phương pháp phân tích cơ bản. Nhiều người lý luận rằng những người lập biểu thiếu phẩm cách và làm việc không chuyên nghiệp.

Biểu đồ có thể cho bạn biết những gì?

Quy tắc đầu tiên của phương pháp phân tích kỹ thuật là tất cả mọi thông tin về thu nhập, cổ tức và kết quả hoạt động trong tương lai của một công ty sẽ tự động phán ánh trong mức giá thị trường trong quá khứ của công ty đó. Biểu đồ cho biết các mức giá và khối lượng giao dịch đã bao gồm tất cả thông tin cơ bản, tốt hoặc xấu, mà một chuyên gia phân tích chứng khoán có thể muốn biết. Quy tắc thứ hai là các mức giá đó hay chuyển động theo xu hướng: Một loại cổ phiếu đang tăng giá có khuynh hướng tiếp tục tăng cao nữa, trong khi đó loại cổ phiếu đang chững lại thì có xu hướng tiếp tục đứng im.

Một chuyên gia lập biểu thực thụ thậm chí chẳng cần biết lĩnh vực hay hoạt động kinh doanh của một công ty, miễn là họ có thể nghiên cứu được biểu đồ chứng khoán của công ty đó. Biểu đồ có hình “cánh cung lộn ngược” hoặc “cờ đuôi nheo” của tập đoàn máy tính Microsoft cũng cho ý nghĩa như với của Coca-Cola. Các thông tin cơ bản về lợi nhuận và cổ tức trong trường hợp tốt nhất được xem là vô dụng – còn trong trường hợp xấu nhất bị cho là làm rối trí nhà đầu tư. Các thông tin này chẳng có ý nghĩa quan trọng gì đối với việc định giá cổ phiếu, hoặc nếu như thật sự quan trọng thì cũng đã được phản ánh từ nhiều ngày, nhiều tuần hay thậm chí là nhiều tháng trên giao dịch trước khi tin tức được công bố. Vì vậy, nhiều người lập biểu thậm chí sẽ không đọc báo trừ phi để theo dõi bảng báo giá hàng ngày.

John Magee là một trong những người lập biểu đầu tiên, làm việc trong một căn phòng nhỏ ở Springfield, Massachusetts, ở đây thậm chí đến cả cửa sổ cũng được bít kín lại để ông không bị phân tán bởi những tác động từ bên ngoài. Magee từng phát biểu: “Khi tôi bước vào căn phòng này, tôi trút bỏ toàn bộ thế giới ở bên ngoài để hoàn toàn tập trung vào các biểu đồ. Căn phòng này giống y như đang trải qua trận bão tuyết vào một tối tháng Sáu trăng sáng. Ở đây, tôi không thể tự làm hại bản thân mình hay khách hàng của tôi khi dễ dàng nói “mua” bởi vì mặt trời đi vắng hay nói “bán” bởi vì trời đang mưa.”

Bạn có thể dễ dàng lập một biều đồ. Bạn chỉ cần vẽ một đường thẳng đứng với đầu dưới là mức giá thấp trong ngày và đầu trên là mức giá cao. Đường kẻ này có các dấu gạch ngang để chỉ mức giá lúc phiên giao dịch đóng cửa của ngày đó. Cột số ở bên tay trái là biên độ dao động giá cổ phiếu trong ngày từ 20 đến 21 và giá lúc phiên giao dịch đóng cửa là 20½. Chu kỳ này được lặp lại ở mỗi ngày giao dịch, có thể áp dụng cho cổ phiếu riêng lẻ hoặc một trong số những chỉ số bình quân chứng khoán mà bạn thường thấy ở những trang đưa tin tài chính của hầu hết các tờ báo.

Biểu đồ 5.1:

Khuynh hướng đi lên – dấu hiệu giá cổ phiếu tăng

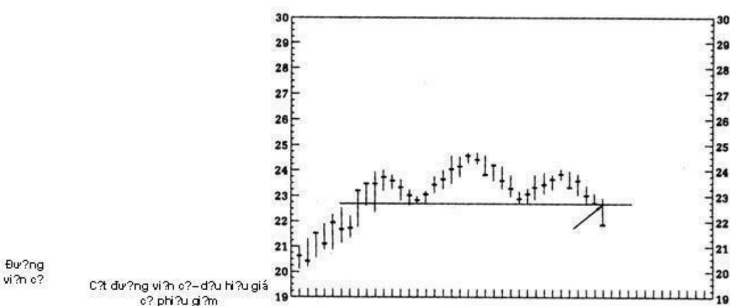
Khuynh hướng đi lên – dấu hiệu giá cổ phiếu tăng

Thông thường người lập biểu sẽ chỉ ra số lượng cổ phiếu được giao dịch trong ngày bằng một đường thẳng đứng khác ở phía đáy biểu đồ. Dần dần, các mức giá cao và thấp trên biểu đồ của loại cổ phiếu đang nghiên cứu sẽ nâng lên hoặc hạ xuống đủ để hình thành các mô hình. Đối với người lập biểu, các mô hình này có ý nghĩa quan trọng giống như tấm phim X-quang đối với một bác sỹ phẫu thuật.

Một trong những điều đầu tiên mà người lập biểu tìm kiếm đó là xu hướng. Dãy số bên phải trong hình trên cho thấy một xu hướng đang hình thành. Đây là thông số ghi lại sự biến động giá của một loại cổ phiếu qua nhiều ngày – và rõ ràng giá đang trên đà tăng lên. Người lập biểu vẽ một đường nối các đầu trên với nhau và một đường khác nối các đầu dưới với nhau, tạo ra một "đường dốc" để phác họa xu hướng đang tăng lên. Vì suy đoán rằng lực đẩy ở thị trường sẽ có xu hướng tự duy trì, cho nên người lập biểu diễn giải kiểu mô hình như vậy là dấu hiệu tăng giá cổ phiếu – có thể kỳ vọng giá cổ phiếu tiếp tục leo cao. Như Magee đã viết trong cuốn cẩm nang về cách lập biểu đồ, *Technical Analytics of Stock Trends* (Phân tích kỹ thuật xu hướng cổ phiếu): "Giá cổ phiếu chuyển động theo xu hướng, và xu hướng này thường kéo dài cho đến khi một sự kiện nào đó xảy ra làm thay đổi cân bằng cung – cầu."

Tuy nhiên, giả sử khi giá lên khoảng 24, cổ phiếu rốt cuộc gặp trục trặc và không thể tăng cao hơn được nữa. Đây chính là mức giá cao nhất. Cổ phiếu có thể dao động đôi chút rồi sau đó chuyển động theo chiều đi xuống. Mô hình cho thấy dấu hiệu thị trường đã đạt đến ngưỡng cao nhất là mô hình có dạng "đầu và hai vai".

Biểu đồ 5.2:



Đầu tiên cổ phiếu tăng sau đó giảm nhẹ, tạo thành một bờ vai tròn. Cổ phiếu lại tăng, và leo cao hơn một chút trước khi sụt giá một lần nữa, tạo thành hình một cái đầu. Cuối cùng vai bên phải cũng được hình thành, và người lập biểu háo hức chờ đợi dấu hiệu bán. Dấu hiệu này thường xuất hiện rất rõ ràng khi giá cổ phiếu "xuyên qua đường vòng cổ (đường kháng cự)". Với sự vui mừng như khi Bá tước quỷ Dracula thăm dò con mồi, người lập biểu bắt đầu xuất chiêu và bán ra, phỏng đoán rằng xu hướng chuyển động xuống kéo dài sẽ diễn ra sau đó giống như mô hình

dao động trong quá khứ. Tất nhiên, thỉnh thoảng thị trường cũng khiến người lập biểu bất ngờ. Chẳng hạn, trong biểu đồ sau, cổ phiếu có thể tăng ngược trở lại lên mức 30 sau khi đã phát đi dấu hiệu sụt giá. Đây được gọi là bẫy sụt giá hay, theo cách gọi của người lập biểu đó là trường hợp ngoại lệ để kiểm tra quy luật.

Từ kỹ năng này có thể rút ra kết luận rằng người lập biểu là một người giao dịch, chứ không phải là một nhà đầu tư dài hạn. Người lập biểu mua vào khi có dấu hiệu thuận lợi và bán ra khi có điềm xấu. Họ có thể quấn quýt với cổ phiếu như khi người ta tán tỉnh một người khác giới, và điểm số ghi được chính là những vụ giao dịch mua vào bán ra thành công, chứ không phải là những cam kết dài hạn.

Khi người lập biểu chọn một loại cổ phiếu để đầu tư tiềm năng, thông thường có một giai đoạn quan sát và tán tỉnh trước khi anh ta cam kết, bởi lẽ đối với người lập biểu, giống như trong các cuộc chinh phục ái tình lãng mạn, thời gian là cần thiết. Sự hưng phấn tăng cao khi cổ phiếu bứt ra khỏi mô hình cơ sở và leo cao hơn nữa. Cuối cùng, nếu mọi chuyện diễn ra suôn sẻ, thì sẽ đến lúc kết thúc cuộc chơi – thu lãi, và ngay sau đó là khoảng thời gian thư giãn và tận hưởng khoản lãi. Vốn từ vựng của người lập biểu thường xuất hiện những từ như “đáy kép”, “đột phá”, “xâm nhập điểm thấp”, “vực dậy”, “trò chơi lớn”, “đang leo đỉnh”...

Biểu đồ 5.3:

Bẫy giảm giá

Bẫy giảm giá

Cơ sở lý luận của phương pháp lập biểu

Có lẽ, câu hỏi hóc búa nhất đó là: Tại sao việc lập biểu được coi là rất hữu ích? Tôi có một vài bạn thân là người lập biểu, thế nhưng dù đã chăm chú lắng nghe những lời giải thích của họ, tôi vẫn không thật sự hiểu lắm. Trên thực tế, có nhiều người lập biểu tự thừa nhận rằng họ không biết tại sao phương pháp lập biểu lại hữu ích – chỉ đơn giản lịch sử có thói quen lặp lại chính nó.

Thế nhưng bản tính cố hữu của chúng ta là đặt câu hỏi “tại sao”. Đối với tôi, lời giải thích sau đây có vẻ như là đáng tin cậy nhất. Các xu hướng có thể tự duy trì vì hai lý do. Thứ nhất, người ta cho rằng chính bản năng tâm lý đám đông đã giúp cho phương pháp này phát huy tác dụng. Khi nhà đầu tư nhận thấy giá của một loại cổ phiếu đầu cơ yêu thích đang tăng càng ngày càng cao, họ muốn nhảy vào cuộc. Trên thực tế, bản thân hiện tượng tăng giá cũng làm người ta càng háo hức dự đoán để tự đáp ứng ước nguyện của bản thân. Mỗi đợt tăng giá chỉ kích thích lòng ham muốn và khiến giới đầu tư kỳ vọng vào một đợt tăng tiếp theo.

Thứ hai, con đường tiếp cận thông tin cơ bản về một công ty có thể không giống nhau. Khi xuất hiện một mẩu tin tốt lành nào đó, chẳng hạn như việc phát hiện mỏ khoáng sản phong phú, thành viên nội bộ được cho là những người biết đầu tiên và họ hành động, mua cổ phiếu và khiến giá tăng lên. Sau đó thành viên nội bộ lại nói cho bạn bè của họ biết, những người tiếp theo sẽ hành động. Rồi các chuyên gia phân tích biết về mẩu tin, sau đó các tổ chức lớn bổ sung vào danh mục đầu tư của họ một khối lượng lớn cổ phần. Cuối cùng, những người dân đen tội nghiệp như tôi và bạn cũng biết thông tin và quyết định mua cổ phiếu, đẩy giá lên cao hơn nữa. Cả quá trình này sẽ khiến giá cổ phiếu tăng từ từ khi có tin tốt và giảm dần dần khi tin xấu xuất hiện. Người lập biểu khẳng định rằng chuỗi sự kiện này có phần giống với những gì đã xảy ra trong vụ ImClone nổi tiếng, trong đó những thành viên nội bộ, kể cả "nữ hoàng kinh doanh kiểu mẫu" Martha Stewart, bị buộc tội lợi dụng nguồn tin tức không được công bố để kiếm lời. Người lập biểu tin rằng thậm chí nếu họ không tiếp cận được với nguồn thông tin nội bộ này, thì riêng việc quan sát dao động giá cũng giúp họ đánh hơi được "thời điểm hợp lý để đầu cơ đúng lúc" và cho phép họ nhập cuộc rất sớm trước công chúng.

Người lập biểu tin rằng một lý do khác chứng minh cho sự đúng đắn của phương pháp mà họ áp dụng đó là mọi người có một thói quen rất xấu, luôn nhớ mức giá mà họ đã trả cho một loại cổ phiếu hay mức giá mà họ mong muốn. Ví dụ một loại cổ phiếu được bán với giá 50 đô-la trong suốt một thời gian dài, và một số nhà đầu tư đã mua vào. Giả sử sau đó giá lại sụt xuống mức 40 đô-la.

Người lập biểu cam đoan rằng công chúng sẽ mong muốn bán lại cổ phần khi giá tăng ngược trở lại mức giá họ đã mua, và vì vậy giao dịch bị gián đoạn. Kết quả là, mức giá 50 đô-la mà trước đó cổ phiếu được bán ra trở thành "vùng giá cao." Mỗi lần chạm đến vùng giá cao là giá cổ phiếu lại chuyển động xuống, lý thuyết này đã được chứng minh là đúng. Mức giá cao thậm chí càng khó vượt qua hơn, bởi vì ngày càng có nhiều nhà đầu tư cho rằng thị trường hay loại cổ phiếu mà họ quan tâm không thể leo lên cao hơn được nữa.

Một lập luận tương tự nằm ở khái niệm "mức giá thấp". Người lập biểu nói rằng nhiều nhà đầu tư không thể mua được cổ phiếu khi thị trường dao động ở mức giá tương đối thấp sẽ cảm thấy họ đã đánh mất cơ hội quý báu khi giá bắt đầu tăng lên. Vì thế có nhiều khả năng các nhà đầu tư này sẽ chộp lấy cơ hội để mua vào khi giá sụt thấp như ban đầu.

Người lập biểu cũng tin rằng nhà đầu tư đã bán ra khi thị trường dao động ở mức thấp, rồi sau đó thấy giá tăng lên sẽ khao khát mua lại cổ phiếu với giá mà họ đã bán. Vậy thì mức giá thấp ban đầu trở thành "vùng giá thấp", bởi vì nhà đầu tư tin giá sẽ lại tăng cao hơn ngưỡng này. Theo lý thuyết biểu đồ, một vùng giá thấp sụt giảm liên tiếp sẽ trở nên ngày càng kiên cố. Vì vậy, nếu cổ phiếu sụt xuống vùng giá thấp, sau đó lại bắt đầu tăng giá trở lại, người giao dịch cổ phiếu sẽ vội vàng tin rằng cổ phiếu vừa mới "bật ra khỏi vùng đệm rồi". Tín hiệu tăng giá cổ phần khác lóe lên khi cổ phiếu cuối cùng cũng vượt qua được vùng giá cao. Theo cách hiểu của người lập biểu, vùng giá cao trước đó giờ đây trở thành vùng giá thấp và cổ phiếu sẽ chẳng gặp phải bất cứ khó khăn nào khi chuyển động lên cao nữa.

Tại sao phương pháp lập biểu đồ có thể không phát huy tác dụng?

Đối với tôi việc trình bày lý luận logic chống lại phương pháp lập biểu đồ đơn giản hơn nhiều.

Thứ nhất, cần phải lưu ý rằng người lập biểu chỉ mua vào khi xu hướng giá đã được hình thành và chỉ bán khi xu hướng bị phá vỡ. Do các xu hướng có thể đảo chiều khá đột ngột, nên người lập biểu thường bỏ lỡ cơ hội quý giá. Đến thời điểm xuất hiện dấu hiệu báo xu hướng đi lên, có thể giá đã tăng từ lâu rồi. Thứ hai, việc áp dụng các phương pháp này cuối cùng sẽ tự chuốc lấy thất bại. Một phương pháp sẽ mất dần giá trị khi ngày càng có nhiều người sử dụng. Tín hiệu mua và bán chẳng còn quan trọng nữa nếu tất cả mọi người đều cố gắng nắm bắt tín hiệu này để hành động cùng một lúc.

Hơn nữa, người buôn bán cổ phiếu thường xuyên dự đoán các tín hiệu kỹ thuật. Nếu họ nhận thấy giá của một loại cổ phiếu sắp vượt qua vùng giá cao, họ có xu hướng mua trước, chứ không phải là sau khi giá đã đi xuyên qua vùng giá cao. Nếu sử dụng kỹ thuật lập biểu đồ như vậy từng mang lợi nhuận, thì giờ đây chỉ có những ai dự đoán trước tín hiệu mới có thể áp dụng phương pháp này. Điều này có nghĩa là người khác sẽ cố gắng dự đoán tín hiệu sớm hơn. Đương nhiên, họ dự đoán càng sớm, họ càng không chắc chắn về khả năng tín hiệu đó sẽ trở thành hiện thực và trong cuộc chạy đua dự đoán trước tín hiệu, rất khó xây dựng bất kỳ quy tắc giao dịch kỹ thuật nào có thể sinh lời.

Lý luận sắc bén nhất chống lại phương pháp kỹ thuật có lẽ bắt nguồn từ tính chất logic của hành vi tối đa hóa lợi nhuận từ phía nhà đầu tư. Ví dụ, giả sử Universal Polymers đang bán cổ phiếu ở mức 20 khi Sam, trưởng nhóm nghiên cứu dược phẩm, phát hiện ra một kỹ thuật sản xuất mới hứa hẹn làm tăng gấp đôi thu nhập cũng như giá cổ phiếu của công ty. Sam tin tưởng giá cổ phiếu của Universal sẽ chạm mức 40 khi kết quả nghiên cứu mới của ông được công bố. Bởi lẽ mua bất kỳ cổ phiếu nào dưới mức 40 cũng giúp mang lại lợi nhuận nhanh chóng, cho nên Sam mua tất cả số cổ phiếu mà ông có thể mua cho đến khi giá tăng lên đến 40 – việc này chỉ mất vài phút.

Thậm chí nếu Sam không có đủ tiền để tự đẩy giá cổ phiếu lên, chắc chắn bạn bè ông cũng như các tổ chức tài chính có đủ vốn để nâng giá cổ phiếu lên nhanh đến mức chẳng người lập biểu nào kịp nhập cuộc chơi trước khi mọi thứ đã an bài. Điểm cần chú ý ở đây là bản thân thị trường có thể là một cơ chế hiệu quả nhất. Nếu một vài người biết rằng giá sẽ leo lên 40 vào ngày mai, thì ngay ngày hôm nay giá sẽ tăng lên đến mức đó. Tất nhiên, nếu Sam công bố những phát hiện của ông đúng theo quy định của luật pháp, lý lẽ này càng được củng cố vững chắc hơn. Giá có thể điều chỉnh theo nguồn thông tin mới nhanh đến nỗi biến cả quá trình phân tích kỹ thuật trở nên vô ích. Ở chương tiếp theo, tôi sẽ nghiên cứu xem liệu rằng các bằng chứng có chứng minh quan điểm bi quan như vậy về phương pháp lập biểu hay không.

Từ người lập biểu đến chuyên gia kỹ thuật

Mặc dù người lập biểu không có uy tín lớn ở Phố Wall, song những phương pháp màu mè của họ (chỉ ra cách làm giàu nhanh chóng dễ dàng) thu hút nhiều người ủng hộ. Các công ty mở dịch vụ lập biểu đồ chứng khoán, lập trình viên máy tính cung cấp phần mềm lập biểu, tập đoàn chứng khoán và mạng lưới tin tức tài chính như CNBC, Bloomberg đã chứng kiến doanh thu tăng vọt. Bản thân người lập biểu vẫn tìm được cơ hội việc làm rất hấp dẫn ở các hãng môi giới và quỹ đầu tư.

Trước khi máy tính ra đời, nhiệm vụ lập biểu đồ thị trường rất vất vả vì phải thực hiện bằng

tay. Người lập biểu thường được xem là những kẻ lập dị, đeo miếng vải chống chói mắt màu xanh, đầu ngón tay dính đầy cacbon, ngồi rúc vào một căn buồng nhỏ ở sau văn phòng. Giờ đây người lập biểu đã có sự hỗ trợ đắc lực của chiếc máy tính cá nhân kỳ diệu, tiếp cận được với nhiều kênh thông tin phong phú và được trang bị các màn hình lớn, chỉ cần gõ vài phím có thể hiển thị bất kỳ sơ đồ nào muốn xem. Giống như một đứa trẻ vui vẻ, say sưa chơi trò chơi tàu điện mới, người lập biểu (giờ đây được gọi là chuyên gia kỹ thuật) có thể lập một biểu đồ đầy đủ về hoạt động của một loại cổ phiếu trong quá khứ, bao gồm số lượng giao dịch, chỉ số bình quân dao động trong 200 ngày (tức là chỉ số giá trung bình trong 200 ngày trước được tính lại mỗi ngày), xu thế tăng giá của cổ phiếu tương ứng với thị trường và lĩnh vực kinh doanh cũng như hàng trăm chỉ số bình quân, tỷ lệ, nhân tố dao động và chỉ số khác. Hơn nữa, mỗi người cũng có thể dễ dàng tiếp cận với một loạt biểu đồ cho các giai đoạn khác nhau thông các trang web như Yahoo!.

Phương pháp phân tích cơ bản

Trong một tác phẩm lôi cuốn, hóm hỉnh về cộng động tài chính vào thập niên 1930 có tựa đề *Where are the Customers?* (Các khách hàng ở đâu?), Fred Schwed. Jr. đã kể về một chuyên gia môi giới người Texas, người đã bán một loại cổ phiếu gì đó cho khách hàng với giá 760 đô-la tại thời điểm có thể mua ở bất kỳ chỗ nào khác với giá 730. Khi vị khách hàng bị lừa gạt trắng trợn phát hiện ra sự thật, ông này đã cay đắng oán trách người môi giới. Chuyên gia người Texas đã cắt lời vị khách hàng ngay lập tức. “Thôi đi”, ông này nói oang oang, “anh chẳng tôn trọng chính sách của hãng môi giới gì cả. Công ty của chúng tôi lựa chọn khoản đầu tư cho khách hàng không phải căn cứ vào Giá, mà dựa trên cơ sở Giá trị.”

Chính từ quan điểm này, câu chuyện đã khắc họa sự khác biệt giữa một chuyên gia kỹ thuật viên và một chuyên gia áp dụng phương pháp cơ bản. Chuyên gia kỹ thuật chỉ quan tâm đến dao động giá của cổ phiếu, trong khi đó mối quan tâm chính của chuyên gia phân tích cơ bản lại là giá trị thực của một loại cổ phiếu. Họ cố gắng tránh bị ảnh hưởng bởi tâm lý lạc quan và bi quan của đám đông, đồng thời chỉ ra sự khác biệt rõ ràng giữa giá hiện tại và giá trị thực của một loại cổ phiếu.

Khi ước tính giá trị nền tảng vững chắc của một loại chứng khoán, công việc quan trọng nhất của chuyên gia áp dụng phương pháp cơ bản là ước tính dòng lợi nhuận và lãi cổ tức tương lai của một hãng. Giá trị của một loại cổ phiếu được xem là giá trị hiện tại hoặc giá trị chiết khấu của tất cả dòng tiền mà nhà đầu tư kỳ vọng thu được từ cổ phiếu. Chuyên gia lại phải ước tính được mức doanh thu, chi phí hoạt động, mức thuế doanh nghiệp, các chính sách khấu hao, nguồn vốn cũng như chi phí về yêu cầu vốn của hãng.

Về cơ bản, chuyên gia phân tích chứng khoán phải đóng vai trò một nhà tiên tri không có lợi ích từ nguồn cảm hứng thần thánh. Chuyên gia phân tích quay ra nghiên cứu kết quả hoạt động trong quá khứ của công ty, báo cáo thu nhập, bảng cân đối kế toán, kế hoạch đầu tư, rồi trực tiếp đến thăm và đánh giá đội ngũ quản lý của công ty như một biện pháp thay thế kém hiệu quả. Các hoạt động này giúp họ thu được khối lượng lớn dữ liệu vô cùng phong phú. Sau đó chuyên gia phải tách lọc, phân loại những dữ kiện quan trọng với những thông tin không cần thiết. Như Benjamin Graham đã đề cập trong cuốn *Intelligent Investor* (Nhà đầu tư thông minh): “Đôi khi chuyên gia phân tích khiến chúng ta nhớ tới vị thiếu tướng thông thái trong

cuốn *The Pirates of Penzance* (Những tên cướp biển vùng Penzance) cùng với rất nhiều sự thật thú vị về bình phương cạnh huyền của tam giác vuông.'"

Bởi vì vị trí của lĩnh vực công ty đang hoạt động trong nền kinh tế cũng có tác động mạnh mẽ đến triển vọng chung của công ty, vậy nên điểm khởi đầu của chuyên gia phân tích chứng khoán chính là nghiên cứu triển vọng của lĩnh vực công ty hoạt động. Trên thực tế, ở hầu hết tất cả hãng đầu tư chuyên nghiệp, chuyên gia phân tích chỉ chuyên về một số nhóm ngành cụ thể. Các chuyên gia áp dụng phương pháp cơ bản hy vọng quá trình nghiên cứu cẩn thận, tỉ mỉ các điều kiện của lĩnh vực kinh doanh sẽ cung cấp cho họ những thông tin chi tiết, và giá trị về các nhân tố có thể hữu ích trong tương lai nhưng chưa được phản ánh trong mức giá thị trường.

Chuyên gia phân tích sử dụng bốn yếu tố quyết định cơ bản để ước tính giá trị hợp lý của bất kỳ cổ phiếu nào. Bốn yếu tố này giúp bảo vệ nhà đầu tư tránh bị cuốn vào cơn sốt đầu cơ như đã đề cập ở Phần I.

Yếu tố quyết định thứ 1: Tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng. Hầu hết mọi người không nhận thấy tác động của mức tăng trưởng kép đối với các quyết định tài chính. Albert Einstein từng mô tả mức lãi suất kép là "phát minh toán học vĩ đại nhất mọi thời đại". Người ta thường nói rằng một người Mỹ bản xứ bán hòn đảo Manhattan với giá 24 đô-la năm 1626 do bị người da trắng xỏ mũi. Thế nhưng trên thực tế, có thể đó là người bán hàng cực kỳ khôn ngoan. Nếu ông gửi tiết kiệm 24 đô-la với lãi suất 6%, tăng gấp đôi sáu tháng một lần, thì có thể bây giờ khoản tiền đó đã nhiều hơn 100 tỷ đô-la, với khoản tiền này con cháu của ông có thể mua lại phần lớn vùng đất giờ đây đã được cải thiện nhiều. Tăng trưởng kép thật kỳ diệu.

Tương tự, tác động của tăng trưởng kép đối với mức cổ tức trong tương lai có thể khiến nhiều bạn đọc ngạc nhiên. Theo bảng dưới đây, tăng trưởng 15% có nghĩa là cổ tức sẽ tăng gấp đôi 5 năm/lần[13]. Tỷ lệ tăng kế tiếp cũng được trình bày trong bảng.

Bảng 5.1

Tỷ lệ tăng cổ tức (đô-la)	*Cổ tức hiện tại (đô-la)*	*Cổ tức trong 5 năm tiếp theo (đô-la)*	*Cổ tức trong 10 năm tiếp theo (đô-la)*	*Cổ tức trong 25 năm tiếp theo (đô-la)*
5%	1,00	1,28	1,63	3,39
15%	1,00	2,01	4,05	32,92

25%	1,00	3,05	9,31	264,70

Cái bẫy (và phải chăng lúc nào cũng phải có ít nhất một, nếu không phải là 22 cái bẫy?) đó là tỷ lệ tăng cổ tức không thể kéo dài mãi mãi, đơn giản là vì các tập đoàn và lĩnh vực kinh doanh cũng có chu kỳ vòng đời giống như hầu hết động vật sống. Hãy thử xem xét các tập đoàn hàng đầu ở Mỹ cách đây hơn 100 năm. Những cái tên như Eastern Buggy Whip Company, La Crosse & Minnesota Steam Packet Company, Lobdell Car Wheel Company, Savannah & St. Paul Steamboat Line và Hazard Powder Company, đã phát triển thành công rực rỡ lúc bấy giờ, chắc hẳn sẽ được xếp thứ hạng cao trong danh sách 500 công ty hàng đầu của thời đại đó. Thế nhưng, hiện tại tất cả những cái tên này đều đã đi vào dĩ vãng.

Thậm chí ngay cả khi công ty không có chu kỳ vòng đời tự nhiên, vẫn tồn tại một sự thật là càng ngày càng khó duy trì tốc độ tăng trưởng. Một công ty có mức thu nhập 1 triệu đô-la chỉ cần tăng thu nhập lên 100 nghìn đô-la thì sẽ đạt được tỷ lệ tăng trưởng 10%, trong khi đó một công ty khởi đầu với mức thu nhập 10 triệu đô-la, cần phải tăng thu nhập thêm 1 triệu đô-la thì mới đạt được mức tăng trưởng tương tự.

Sự tin tưởng phi lý vào tỷ lệ tăng trưởng dài hạn cao được minh họa khá thú vị bằng những dự đoán về mức tăng trưởng dân số của Mỹ. Nếu dân số của cả nước Mỹ và bang California tiếp tục tăng với tốc độ gần đây, thì vào năm 2035, 120% dân số Mỹ sẽ sống ở California! Áp dụng phương pháp dự đoán tương tự, người ta có thể ước tính cùng khoảng thời gian đó sẽ có 240% người bị mắc bệnh lây nhiễm qua đường tình dục sống ở bang California.

Nếu việc định giá của thị trường mang chút ý nghĩa, thì các dự đoán này có thể nguy hiểm vì giá cổ phiếu phải phản ánh sự khác biệt trong triển vọng tăng trưởng. Tương tự như vậy, khoảng thời gian tăng trưởng cũng cực kỳ quan trọng. Nếu một công ty kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng 20% trong vòng 10 năm, trong khi đó một công ty khác chỉ kỳ vọng giữ mức tăng trưởng này trong vòng 5 năm. Trong điều kiện các yếu tố khác đều như nhau, đối với giới đầu tư công ty thứ nhất chắn chắn có giá hơn công ty thứ hai. Điểm đáng nói ở đây là tỷ lệ tăng trưởng thường chung chung chứ không thật sự đáng tin. Chính luận điểm này đã đưa chúng ta đến quy tắc cơ bản thứ nhất của việc đánh giá chứng khoán:

Quy tắc 1: Một nhà đầu tư khôn ngoan sẵn lòng trả mức giá cao hơn cho một loại cổ phiếu nếu tỷ lệ tăng cổ tức và lợi nhuận lớn hơn.

Đi kèm với quy tắc là này một hệ quả quan trọng:

Hệ quả của quy tắc 1: Một nhà đầu tư khôn ngoan sẵn lòng trả mức giá cao hơn cho một loại cổ phiếu, nếu tỷ lệ tăng trưởng phi thường được kỳ vọng trong dài hạn.

Liệu quy tắc này có phù hợp với thực tiễn hay không? Trước hết chúng ta hãy viết lại câu hỏi này dưới dạng chỉ số P/E thay vì giá thị trường. Cách viết này cung cấp một thước đo hữu ích để so sánh các loại cổ phiếu có giá và thu nhập khác nhau. Một cổ phiếu được bán ở mức 100 đô-la/cổ phần với lợi nhuận 10 đô-la/cổ phần sẽ có chỉ số P/E (10) bằng với loại cổ phiếu được bán ở mức 40 đô-la/cổ phần và lợi nhuận 4 đô-la/cổ phần. Như vậy, chính chỉ số P/E,

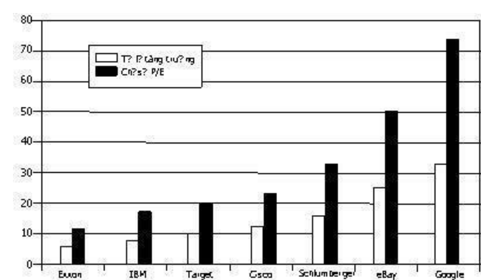
chứ không phải là giá tính theo đô-la, thật sự nói cho bạn biết một loại cổ phiếu được định giá như thế nào trên thị trường.

Câu hỏi được sửa lại thành: Có phải loại cổ phiếu được dự đoán có tỷ lệ tăng trưởng nhanh sẽ có chỉ số P/E thực cao hơn? Nghiên cứu do tôi và John Cragg thực hiện đã khẳng định chắc chắn câu trả lời "có".

Việc thu thập nửa đầu dữ liệu cần thiết thật đơn giản. Chỉ số P/E được in hàng ngày trên các báo như *Wall Street Journal*. Để có được thông tin về tỷ lệ tăng trưởng dài hạn kỳ vọng, chúng tôi đã tiến hành khảo sát 18 hãng đầu tư hàng đầu có hoạt động kinh doanh chủ yếu là lập các dự báo để từ đó đưa ra các đề xuất mua và bán. (Tôi sẽ trình bày cách họ cung cấp các dự báo ở phần sau). Từ số liệu của các hãng có tỷ lệ tăng trưởng 5 năm với khối lượng lớn cổ phiếu tiêu biểu có thể đưa ra một vài dự đoán.

Tôi sẽ không làm bạn phát ngán với những số liệu khảo sát thống kê chi tiết. Tuy nhiên, kết quả năm 2006 của một số cổ phiếu tiêu biểu sẽ được trình bày ở biểu đồ dưới đây. Như đã khẳng định rõ ràng trong quy tắc 1, chỉ số P/E cao đi kèm với tỷ lệ tăng trưởng cao được kỳ vọng.

Biểu đồ 5.4: Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn kỳ vọng cao làm tăng chỉ số P/E (số liệu năm 2006)



Bên cạnh việc chỉ ra cách thức thị trường định giá tỷ lệ tăng trưởng khác nhau, biểu đồ còn có

thể được sử dụng như một tài liệu hướng dẫn đầu tư thiết thực. Giả sử bạn đang cân nhắc mua một loại cổ phiếu có tỷ lệ tăng trưởng dự đoán là 8% và bạn biết rằng nhìn chung các cổ phiếu có tỷ lệ tăng trưởng 8%, chẳng hạn IBM, được bán với chỉ số P/E 17 (chỉ số thực). Nếu loại cổ phiếu mà bạn quan tâm có chỉ số P/E là 25, thì nên từ bỏ ý định mua chúng, thay vào đó, hãy mua một loại cổ phiếu khác được định giá hợp lý hơn dựa trên những tiêu chuẩn hiện tại của thị trường. Tuy nhiên, nếu loại cổ phiếu bạn định chọn được bán với chỉ số thấp hơn chỉ số trung bình trên thị trường, thì nó xứng đáng để bạn đầu tư.

Yếu tố quyết định thứ 2: Tỷ lệ trả cổ tức được kỳ vọng. Trái với tỷ lệ tăng trưởng, mức cổ tức bạn nhận được mỗi lần thanh toán là một nhân tố quan trọng trong việc xác định giá của một loại cổ phiếu. Nếu các yếu tố khác đều như nhau, thì mức cổ tức được chi trả càng cao, giá trị của cổ phiếu càng lớn. Cái bẫy ở đây chính là cụm từ "các yếu tố khác đều như nhau". Cổ phiếu có tỷ lệ thu nhập được chi trả bằng cổ tức cao có thể là khoản đầu tư không hiệu quả nếu loại cổ phiếu đó không hứa hẹn triển vọng tăng trưởng tốt. Ngược lại, có nhiều công ty đang trong thời kỳ phát triển hưng thịnh nhất thường chỉ trả rất ít hoặc không trả thu nhập bằng cổ tức. Nhiều công ty có xu hướng mua lại cổ phần của mình thay vì tăng cổ tức. Đối với hai công ty có tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng bằng nhau, bạn sẽ đầu tư có lãi hơn nếu chọn loại cổ phiếu có tỷ lệ trả cổ tức cao hơn.

Quy tắc 2: Nếu các yếu tố khác đều như nhau, một nhà đầu tư khôn ngoan sẽ sẵn lòng trả mức giá cao hơn cho một loại cổ phiếu với điều kiện tỷ lệ thu nhập (của công ty) được chi trả bằng cổ tức dưới dạng tiền mặt lớn hơn.

Yếu tố quyết định thứ 3: Mức độ rủi ro. Cho dù người môi giới lạc quan nói gì chăng nữa, rủi ro vẫn đóng vai trò rất quan trọng trên thị trường chứng khoán. Lúc nào cũng có rủi ro – và đó chính là yếu tố khiến hoạt động đầu tư trở nên thú vị. Nguy cơ rủi ro cũng ảnh hưởng đến việc định giá cổ phiếu. Một số người cho rằng nguy cơ rủi ro chính là khía cạnh duy nhất cần được nghiên cứu của một loại cổ phiếu.

Loại cổ phiếu càng được tin tưởng, tức là nguy cơ rủi ro càng thấp, chất lượng cổ phiếu càng cao. Chẳng hạn, các loại cổ phiếu của công ty blue-chip xứng đáng với phần thưởng vì chất lượng. (Lý do tại sao cổ phiếu chất lượng cao lại có tên gọi bắt nguồn từ những bàn chơi bài poke thì chỉ có Phố Wall mới biết). Phần lớn giới đầu tư đều chuộng cổ phiếu ít rủi ro hơn, vì vậy các loại cổ phiếu này có thể có chỉ số P/E cao hơn so với cổ phiếu nhiều rủi ro, chất lượng thấp.

Mặc dù mọi người thường đồng ý là nguy cơ rủi ro cao có thể được đền đáp bằng khoản đền bù lớn hơn trong tương lai, thế nhưng việc xác định mức độ rủi ro gần như là điều không thể. Tuy nhiên, điều này cũng không làm chuyên gia kinh tế nản chí. Cả giới đầu tư và chuyên gia kinh tế lý thuyết đều đặc biệt chú ý đến việc xác định mức độ rủi ro.

Theo một học thuyết nổi tiếng, giá cổ phiếu của một công ty (hay tổng tiền lãi hàng năm, kể cả cổ tức) dao động – tương ứng với thị trường chung – càng nhiều, nguy cơ rủi ro càng lớn. Chẳng hạn, loại cổ phiếu không dao động như Johnson & Johnson thậm chí có thể nhận được con dấu chấp thuận của tờ tạp chí phụ nữ *Good Housekeeping*, phù hợp với "Góa phụ và trẻ mồ côi". Đó là bởi vì lợi nhuận của hãng này không bị sụt giảm nhiều nếu thị trường rơi vào tình trạng suy thoái, đồng thời cổ tức vẫn được đảm bảo. Vậy nên, khi thị trường giảm xuống 20%,

J&J có lẽ chỉ giảm khoảng 10%. Do đó, cổ phiếu này được xếp vào loại cổ phiếu có độ rủi ro thấp hơn mức trung bình. Trái lại, tập đoàn Cisco Systems, có kết quả hoạt động trong quá khứ bất ổn, và thường giảm từ 40% giá trị trở lên khi thị trường chỉ sụt giảm 20%. Cổ phiếu của tập đoàn này được gọi là "chim cắt" hay một "khoản đầu tư rủi ro của doanh nhân". Nhà đầu tư sẽ chơi một canh bạc mạo hiểm khi sở hữu cổ phiếu của một công ty như vậy, nhất là khi họ có thể buộc phải bán tháo cổ phiếu nếu tình hình thị trường không thuận lợi.

Tuy nhiên, khi hoạt động kinh doanh suôn sẻ và thị trường có xu hướng tăng được duy trì ổn định, người ta có thể kỳ vọng cổ phiếu của Cisco vượt xa J&J. Song nếu giống hầu hết các nhà đầu tư khác, bạn sẽ coi trọng khoản tiền lãi ổn định hơn là hy vọng đầu cơ để không phải thức trắng nhiều đêm lo nghĩ về danh mục đầu tư, đồng thời hạn chế nguy cơ thua lỗ khi vòng quay lao xuống. Nếu các yếu tố khác đều như nhau, bạn sẽ thích loại chứng khoản ổn định hơn. Điều này đưa đến quy tắc cơ bản thứ ba về định giá cổ phiếu:

Quy tắc 3: Nếu các yếu tố khác đều như nhau, một nhà đầu tư khôn ngoan (và không ưa rủi ro) sẽ sẵn lòng trả mức giá cao hơn cho một loại cổ phiếu với điều kiện nguy cơ rủi ro thấp hơn.

Tôi phải cảnh báo với bạn đọc rằng thước đo "biến động giá tương đối" có thể không nắm bắt đầy đủ nguy cơ rủi ro của một công ty. Chương 9 sẽ thảo luận chi tiết về yếu tố rủi ro quan trọng này trong việc định giá cổ phiếu.

Yếu tố quyết định thứ 4: Mức lãi suất thị trường. Thị trường cổ phiếu không phải là thế giới khép kín. Nhà đầu tư cần xem xét họ có thể thu được bao nhiêu lợi nhuận từ những nguồn khác. Nếu mức lãi suất đủ cao, đó có thể là một giải pháp thay thế hợp lý cho thị trường chứng khoán. Hãy thử nghiên cứu giai đoạn đầu thập niên 1980 khi lợi nhuận từ trái phiếu chất lượng cao tăng vọt lên gần 15%. Trái phiếu dài hạn có chất lượng thấp hơn một chút thậm chí còn được chào bán với mức lãi suất cao hơn. Tiền lãi kỳ vọng từ giá cổ phiếu đã gặp khó khăn trong việc bắt kịp với tỷ lệ lãi suất của các trái phiếu đó; tiền vẫn được đổ vào trái phiếu trong khi giá cổ phiếu sụt giảm mạnh. Cuối cùng, giá cổ phiếu chạm đến mức thấp đủ để xuất hiện số lượng nhà đầu tư cần thiết có khả năng ngăn giá tiếp tục giảm. Năm 1987, tỷ lệ lãi suất lại tăng đáng kể ngay trước khi thị trường chứng khoán sụp đổ vào ngày 19/10. Nói cách khác, để thu hút nhà đầu tư sở hữu các loại trái phiếu có tỷ lệ sinh lời cao, cổ phiếu phải có mức giá chào đặc biệt (tức là mức giá chào phải hạ xuống).[14]

Mặt khác, khi lãi suất quá thấp, trái phiếu có lãi suất cố định hầu như không thể cạnh tranh trên thị trường chứng khoán và giá cổ phiếu luôn khá cao. Chính điều này đã chứng minh quy tắc cơ bản thứ tư của phương pháp phân tích cơ bản.

Quy tắc 4: Nếu các yếu tố khác đều như nhau, một nhà đầu tư khôn ngoan sẽ sẵn lòng trả mức giá cao hơn cho một loại cổ phiếu với điều kiện tỷ lệ lãi suất thấp hơn.

Ba chú ý quan trọng

Bốn quy tắc định giá ngụ ý rằng giá trị nền tảng vững chắc (và chỉ số P/E) của một loại chứng khoán sẽ cao hơn nếu tỷ lệ tăng trưởng của công ty cao hơn và thời gian tăng trưởng kéo dài hơn; tỷ lệ trả cổ tức của hãng nhiều hơn; nguy cơ rủi ro của cổ phiếu thấp hơn; và tỷ lệ lãi suất chung thấp hơn.

Về mặt lý thuyết, các quy tắc này rất hữu dụng trong việc đưa ra một cơ sở hợp lý cho giá cổ phiếu, đồng thời cung cấp cho nhà đầu tư vài tiêu chuẩn giá trị nào đó. Tuy nhiên, trước khi nghĩ đến việc vận dụng các quy tắc đó, chúng ta cần phải ghi nhớ 3 chú ý quan trọng.

Chú ý 1: Không thể chứng minh kỳ vọng về tương lai ở ngay hiện tại. Xin bạn hãy nhớ rằng ngay cả Jeane Dixon cũng không thể dự đoán chính xác toàn bộ tương lai. Thế nhưng một số người vẫn đặt niềm tin tuyệt đối vào những dự đoán của chuyên gia phân tích chứng khoán về triển vọng tăng trưởng dài hạn của một công ty và khoảng thời gian tăng trưởng.

Dự đoán lợi nhuận và cổ tức tương lai là công việc nguy hiểm nhất, nó không chỉ đòi hỏi kiến thức và kỹ năng của một chuyên gia kinh tế học mà còn cần sự nhạy cảm của một chuyên gia tâm lý. Và trên hết, rất khó có thể giữ thái độ khách quan; lạc quan quá mức và bi quan tột cùng luôn luôn tranh giành vị trí hàng đầu. Năm 1980, nền kinh tế đã phải hứng chịu tình trạng "lạm phát đình đốn" trầm trọng và bối cảnh quốc tế bất ổn. Điều tốt nhất mà nhà đầu tư có thể làm trong năm đó là dự đoán tỷ lệ tăng trưởng khiêm tốn đối với hầu hết các tập đoàn. Trong suốt thời kỳ bong bóng Internet cuối thập niên 1990 và đầu năm 2000, giới đầu tư tự thuyết phục mình rằng kỷ nguyên mới với tốc độ tăng trưởng cao và phát triển hưng thịnh vô tận là một cái kết đã biết trước.

Một điểm cần phải nhớ đó là cho dù công thức bạn sử dụng để dự đoán tương lai là gì chăng nữa, ít nhiều bạn vẫn phải dựa vào những giả thuyết mập mờ, mơ hồ. Mặc dù nhiều nhà đầu tư ở Phố Wall khăng khăng rằng họ thấy rõ được tương lai, nhưng vẫn dễ dàng mắc sai lầm như mọi người trong chúng ta. Như Samuel Goldwyn từng nói: "Rất khó đưa ra các dự đoán – nhất là dự đoán về tương lai."

Chú ý 2: Không thể tính được những con số chính xác từ dữ liệu không rõ ràng. Hiển nhiên là bạn không thể có được những con số chính xác khi sử dụng các số liệu mập mờ. Tuy nhiên để đạt kết quả mong muốn, giới đầu tư và chuyên gia phân tích chứng khoán luôn luôn làm như vậy. Và đây là cách họ làm.

Ví dụ, bạn đã nghe kể rất nhiều điều tốt đẹp về một công ty. Bạn nghiên cứu triển vọng, rồi kết luận rằng công ty đó có thể duy trì tỷ lệ tăng trưởng cao trong một thời gian dài. Bao lâu? Ồ, tại sao không phải là 10 năm nhỉ?

Sau đó, bạn tính "giá trị" của cổ phiếu dựa trên cơ sở mức trả cổ tức hiện tại, tỷ lệ tăng trưởng kỳ vọng trong tương lai, và mức lãi suất chung, cũng có thể tính đến nguy cơ rủi ro của cổ phiếu. Và rồi bạn thất vọng tràn trề khi phát hiện hóa ra mức giá hợp lý của loại cổ phiếu đó chỉ thấp hơn một chút so với giá thị trường hiện tại.

Giờ đây bạn có hai lựa chọn. Bạn có thể cho rằng cổ phiếu quá đắt và từ chối mua, hoặc bạn cũng có thể nói: "Có thể cổ phiếu này sẽ duy trì tỷ lệ tăng trưởng cao trong vòng 11 năm thay vì 10 năm. Xét cho cùng, ngay từ đầu 10 năm cũng chỉ là một con số dự đoán, vậy thì tại sao không phải là 11 năm?" Vì vậy bạn quay trở lại làm việc với máy tính, và kỳ lạ thay, bây giờ bạn lại chạm tới một mức giá trị cao hơn cả giá thị trường hiện tại. Nhờ trang bị vốn hiểu biết "chính xác" này, bạn thực hiện giao dịch "lành mạnh".

Lý do khiến cuộc chơi này có thể phát huy tác dụng đó là khi một nhà đầu tư dự đoán giai đoạn

tăng trưởng kéo dài càng lâu, thì dòng cổ tức tương lai càng lớn. Vì vậy, giá trị hiện tại của một cổ phiếu phụ thuộc vào ý muốn của người tính. Nếu 11 năm chưa đủ thì có thể 12 hoặc 13 năm sẽ đủ. Luôn luôn có sự kết hợp nào đó giữa tỷ lệ tăng trưởng và thời kỳ tăng trưởng, tạo ra một mức giá cụ thể. Hiểu theo ý này, khả năng của con người sẽ không thể tính được giá trị nội tại của một cổ phiếu.

J. Peter Williamson, tác giả cuốn *Investments* (Các đối tượng đầu tư) đã đưa ra một bằng chứng minh họa hoàn hảo cho vấn đề này. Ông ước tính giá trị hiện tại hoặc cơ bản của cổ phiếu IBM bằng cách sử dụng chính nguyên lý chung mà tôi đã đề cập ở trên – tức là, ước tính cổ tức của IBM sẽ tăng trưởng với tốc độ như thế nào và trong thời gian bao lâu. Lúc bấy giờ, IBM là một trong những cổ phiếu tăng trưởng hàng đầu ở Mỹ. Đầu tiên, Williamson đưa ra giả định có vẻ như rất khôn ngoan rằng IBM sẽ tăng trưởng với tốc độ khá cao trong một vài năm trước khi sụt xuống mức tăng trưởng thấp hơn nhiều. Khi ông đưa ra dự đoán của mình, IBM đang bán cổ phiếu ở mức giá chưa chia tách là 320 đô-la/cổ phần.

Tôi bắt đầu dự đoán thu nhập trên cổ phần sẽ tăng trưởng 16%, thấp hơn một chút so với chỉ số trung bình của 10 năm trước... Tôi dự đoán tỷ lệ tăng trưởng 16% kéo dài trong 10 năm, tiếp sau đó là tăng trưởng vô hạn ở mức… 2% … Khi tôi đưa tất cả con số này vào công thức, tôi có được giá trị nội tại là 172,94 đô-la, bằng khoảng một nửa giá trị thị trường hiện tại.

Bởi vì giá trị nội tại và giá trị thị trường của cổ phiếu IBM chênh nhau quá nhiều, Williamson quyết định có lẽ dự đoán về tương lai của ông không được chính xác. Ông lại tiếp tục thử nghiệm:

Dự đoán tỷ lệ tăng trưởng trên mức trung bình của IBM duy trì trong vòng 10 năm dường như chưa được hợp lý cho lắm, vì vậy tôi kéo dài dự báo tỷ lệ tăng trưởng 16% lên thành 20 năm. Giờ đây giá trị nội tại đạt 432,66 đô-la, trên cả giá trị thị trường.

Nếu Williamson lựa chọn tỷ lệ tăng trưởng trên mức trung bình kéo dài 30 năm, ông sẽ dự đoán hãng IBM tạo ra doanh thu tương lai tương đương khoảng 1/2 thu nhập quốc dân của toàn nước Mỹ lúc bấy giờ. Trên thực tế, chúng ta biết rằng IBM ngừng tăng trưởng từ giữa thập niên 1980 và tập đoàn này đã báo cáo một số khoản thua lỗ nặng nề vào đầu thập niên 1990, trước khi bắt đầu khôi phục mạnh mẽ vào năm 1994 nhờ hệ thống quản lý mới.

Có một điểm cần phải nhớ từ những ví dụ trên đó là độ chính xác về mặt toán học của các công thức giá trị cơ bản được dựa trên nền tảng không chắc chắn: dự đoán tương lai. Nhân tố cơ bản của các phép tính này không bao giờ đảm bảo chắc chắn; đó chỉ là những ước tính tương đối thô sơ – có lẽ một ai đó sẽ nói đó là sự phỏng đoán – về điều gì có thể xảy ra trong tương lai. Và tùy thuộc vào những gì phỏng đoán, bạn có thể tự thuyết phục bản thân trả bất kỳ mức giá nào mà bạn muốn cho một loại cổ phiếu.

Tôi tin rằng có sự thiếu rõ ràng cơ bản về giá trị của cổ phiếu thường, thậm chí là về mặt quy tắc cơ bản. Ngay cả Thượng đế toàn năng cũng không biết chỉ số P/E hợp lý cho một loại cổ phiếu thường.

Chú ý 3: Yếu tố làm cổ phiếu này tăng trưởng chưa chắc đã làm cổ phiếu kia tăng trưởng. Khó khăn luôn đi kèm với giá trị mà thị trường đặt lên các thành tố cơ bản cụ thể. Có một điều

luôn đúng là thị trường định giá tăng trưởng, đồng thời tỷ lệ tăng trưởng cao hơn và chỉ số lớn hơn luôn song hành cùng nhau. Thế nhưng câu hỏi quan trọng là: Bạn nên trả thêm bao nhiêu cho tỷ lệ tăng trưởng cao hơn?

Không có câu trả lời nhất quán nào. Trong một số giai đoạn, chẳng hạn như đầu thập niên 1960 và 1970, khi tăng trưởng được cho là đạt tỷ lệ đáng mong đợi, thị trường sẵn sàng trả mức giá khổng lồ cho các cổ phiếu có tỷ lệ tăng trưởng cao. Ở một số giai đoạn khác, chẳng hạn cuối thập niên 1980 đầu thập niên 1990, nhìn chung cổ phiếu tăng trưởng cao chỉ có mức vượt trội khiêm tốn so với hàng loạt cổ phiếu thường. Đến thời điểm đầu năm 2000, các cổ phiếu tăng trưởng cấu thành chỉ số NASDAQ 100 và được bán với chỉ số P/E lên đến 3 con số. Tăng trưởng có thể trở thành một thứ trào lưu chẳng khác nào hoa tulip, như những gì nhà đầu tư cổ phiếu tăng trưởng đã đau đớn học được.

Từ quan điểm thực tế, những thay đổi trong phương pháp định giá thị trường diễn ra nhanh chóng đã chỉ ra rằng sẽ rất nguy hiểm khi áp dụng bất kỳ mối quan hệ định giá của một năm để chỉ ra tiêu chuẩn thị trường. Tuy nhiên, thông qua việc so sánh cách thức định giá cổ phiếu tăng trưởng ở hiện tại với tiền lệ trong lịch sử, ít nhất giới đầu tư cũng có thể tránh không bị rơi vào các giai đoạn như khi chứng cuồng hoa tulip đã làm cho giới đầu tư thất bại thảm hại.

Tại sao phân tích cơ bản có thể không phát huy tác dụng?

Mặc dù trông có vẻ khá hợp lý và khoa học, phương pháp phân tích này vẫn có ba sai lầm tiềm ẩn. Thứ nhất, thông tin và kết quả phân tích có thể không chính xác. Thứ hai, ước tính về “giá trị” của chuyên gia phân tích chứng khoán có thể sai. Thứ ba, thị trường có thể không tự sửa “lỗi” của nó, và giá cổ phiếu có thể không trùng khớp với giá trị ước tính.

Chuyên gia phân tích chứng khoán đi hết công ty này sang công ty khác và hội ý với các chuyên gia trong nhiều ngành sẽ thu về một khối lượng lớn thông tin cơ bản. Một số nhà phê bình cho rằng nhìn tổng thể, thông tin này thật vô ích. Những gì kiếm được dựa trên thông tin có giá trị (giả sử thị trường vẫn chưa nhìn nhận thông tin đó) sẽ khiến nhà đầu tư bị lỗ nếu thông tin xấu đi. Ngoài ra, chuyên gia phân tích tốn khá nhiều công sức thu thập thông tin, còn nhà đầu tư lại phải trả nhiều chi phí giao dịch khi cố gắng hành động theo nguồn tin đó. Thậm chí vấn đề còn tồi tệ hơn khi chuyên gia phân tích không đủ khả năng chuyển các dữ kiện đúng thành dự đoán chính xác về thu nhập tương lai trong một vài năm. Phân tích sai thông tin có thể đẩy kết quả ước tính tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận và cổ tức rất xa khỏi giá trị thực.

Vấn đề thứ hai là thậm chí nếu thông tin chính xác và tác động của thông tin đó đối với mức tăng trưởng tương lai được đánh giá đúng, chuyên gia phân tích vẫn có thể đưa ra ước tính giá trị sai lệch. Ví dụ về IBM ở trên đã cho thấy những khó khăn khi chuyển đổi dự đoán cụ thể sự tăng trưởng thành dự đoán riêng giá trị nội tại. Trên thực tế, nỗ lực mong đạt được một thước đo giá trị cơ bản có thể là cuộc tìm kiếm đầy may rủi không đem lại kết quả khả quan. Và, thậm chí nếu dự đoán về tốc độ tăng trưởng của chuyên gia phân tích là đúng, thông tin này có thể đã được thị trường phản ánh chính xác, và bất cứ sự khác biệt nào giữa giá và giá trị của một loại cổ phiếu cũng có thể bắt nguồn từ ước tính giá trị không chính xác.

Vấn đề cuối cùng là ngay khi thông tin và ước tính giá trị chính xác, cổ phiếu bạn mua vẫn có thể sụt giá. Ví dụ, giả sử cổ phiếu của công ty Biodegradable Bottling đang được bán với mức

giá gấp 30 lần thu nhập, và chuyên gia phân tích ước đoán công ty có thể duy trì tốc độ tăng trưởng dài hạn 25%. Nếu cổ phiếu có tỷ lệ tăng trưởng dự đoán là 25% được bán với mức giá gấp 40 lần thu nhập, chuyên gia áp dụng phương pháp cơ bản có thể kết luận Bioegradable là một cổ phiếu "rẻ" và khuyến nghị nên mua.

Thế nhưng, giả sử một vài tháng sau, cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng 25% chỉ được bán trên thị trường với mức giá gấp 20 lần thu nhập. Thậm chí nếu chuyên gia phân tích ước tính tỷ lệ tăng trưởng hoàn toàn chính xác, khách hàng của họ vẫn không kiếm được gì, bởi lẽ thị trường tự định giá lại những ước đoán về giá trị của cổ phiếu tăng trưởng nói chung. Thị trường có thể tự sửa "lỗi" bằng cách định giá lại tất cả cổ phiếu xuống thấp hơn thay vì nâng giá của cổ phiếu Biodegradable Bottling.

Việc thay đổi định giá như vậy không có gì lạ – đó là những dao động thường xuyên mang cảm tính thị trường đã từng xảy ra trong quá khứ. Không chỉ có chỉ số trung bình của cổ phiếu nói chung thay đổi nhanh chóng mà thị trường cũng có thể thay đổi đáng kể khoản hoa hồng gắn liền với tốc độ tăng trưởng. Vậy thì, rõ ràng chúng ta không nên nghĩ rằng thành công của phương pháp phân tích cơ bản là điều hiển nhiên.

Sử dụng kết hợp phân tích cơ bản và phân tích kỹ thuật

Nhiều chuyên gia phân tích sử dụng kết hợp cả hai phương pháp để đánh giá liệu cổ phiếu có đủ hấp dẫn để mua hay không. Có thể dễ dàng tóm tắt một trong những quy trình hợp lý nhất bằng ba quy tắc dưới đây. Bạn đọc kiên nhẫn theo dõi từ đầu cuốn sách sẽ nhận thấy các quy tắc này dựa trên quy tắc định giá cổ phiếu tôi đã trình bày ở phần trước.

Quy tắc 1: Chỉ mua cổ phiếu của các công ty được kỳ vọng sẽ duy trì tỷ lệ tăng trưởng nguồn thu trên mức trung bình trong ít nhất 5 năm. Tỷ lệ tăng trưởng nguồn thu dài hạn phi thường chính là nhân tố quan trọng duy nhất góp phần tạo nên sự thành công của hầu hết các vụ đầu tư cổ phiếu. General Electric, Google và đặc biệt là tất cả cổ phiếu thường nổi bật khác trong quá khứ đều là cổ phiếu tăng trưởng. Cho dù việc này có thể khó khăn, song lựa chọn loại cổ phiếu có lợi nhuận tăng trưởng chính là phần quan trọng của trò chơi. Tốc độ tăng trưởng ổn định không chỉ giúp tăng thu nhập và cổ tức của công ty mà còn có thể nâng bội số mà thị trường sẵn sàng trả cho mức thu nhập đó. Bởi vậy, người mua loại cổ phiếu có thu nhập bắt đầu tăng nhanh chóng sở hữu cơ hội kiếm được món lời tiềm năng gấp đôi – cả lợi nhuận và chỉ số đều có thể tăng.

Quy tắc 2: Không bao giờ trả mức cao hơn so với giá trị nền tảng vững chắc của một loại cổ phiếu. Mặc dù tôi đã phân tích rằng bạn không thể đánh giá chính xác giá trị nội tại của một loại cổ phiếu, song nhiều chuyên gia phân tích cho là bạn có thể phán đoán gần đúng khi cổ phiếu có vẻ như được định giá hợp lý. Nói chung, chỉ số lợi nhuận của cả thị trường là mức chuẩn hữu ích. Các loại cổ phiếu tăng trưởng được bán với chỉ số tương đương hoặc không cao hơn chỉ số của thị trường nhiều lắm thường có giá trị lý tưởng.

Có những lợi thế quan trọng khi mua cổ phiếu tăng trưởng với chỉ số thu nhập cực kỳ hợp lý. Nếu ước tính tỷ lệ tăng trưởng chính xác, bạn có thể có được lợi nhuận kép (double bonus) như tôi đã đề cập ở quy tắc 1: Giá sẽ có xu hướng tăng lên đơn giản vì thu nhập đã tăng lên, thế nhưng chỉ số cũng có khả năng nới thêm ra khi nhận thấy tỷ lệ tăng trưởng đã được thiết lập.

Vậy nên, nhà đầu tư sẽ nhận được lợi nhuận kép. Giả sử bạn mua một loại cổ phiếu với giá 7,5 đô-la và có mức thu nhập là 1 đô-la/cổ phần. Nếu thu nhập tăng lên 2 đô-la/cổ phần và chỉ số P/E tăng từ 7½ lên 15 (giờ đây công ty có thể được xem là cổ phiếu tăng trưởng), thì bạn không chỉ tăng gấp đôi số tiền bạn có – mà thật ra bạn đã tăng gấp bốn bởi vì cổ phiếu bạn mua với mức giá 7,5 đô-la giờ đây sẽ có giá trị 30 đô-la. (Chỉ số 15 nhân với 2 đô-la tiền lãi).

Bây giờ chúng ta thử xem xét mặt kia của đồng tiền. Có những nguy cơ rủi ro đặc biệt liên quan đến hoạt động mua "cổ phiếu tăng trưởng" khi thị trường đã xác nhận tỷ lệ tăng trưởng và nâng chỉ số P/E lên cao hơn rất nhiều so với chỉ số được gán cho các cổ phiếu yếu hơn. Vấn đề là chỉ số rất cao có thể đã phản ánh đầy đủ tốc độ tăng trưởng được dự đoán, nếu tốc độ tăng trưởng đó không trở thành hiện thực và trên thực tế lợi nhuận giảm xuống (hoặc thậm chí tăng trưởng chậm hơn so với dự kiến), bạn sẽ có một kết cục không mấy dễ chịu. Lợi nhuận kép sẽ trở thành hiện thực nếu thu nhập của cổ phiếu có chỉ số thấp tăng lên, song cũng có thể trở thành thảm họa kép nếu thu nhập của cổ phiếu với chỉ số cao giảm xuống. Khi thu nhập giảm xuống thấp, chỉ số cũng có khả năng sụt giảm theo. Tuy nhiên, mức độ sụt giảm có thể không trầm trọng nếu ngay từ đầu chỉ số không quá cao.

Vậy thì, ý kiến được đề xuất ở đây chính là chiến lược mua cổ phiếu tăng trưởng chưa được thị trường xác nhận có chỉ số lợi nhuận không quá cao so với thị trường. Tất nhiên, rất khó để dự đoán tốc độ tăng trưởng. Nhưng thậm chí nếu tốc độ tăng trưởng không trở thành hiện thực và thu nhập giảm xuống, cũng ít có nguy cơ xảy ra thảm họa kép nếu chỉ số bắt đầu từ mức thấp, trong khi đó lợi nhuận có thể tăng gấp đôi nếu mọi chuyện diễn ra theo chiều hướng bạn kỳ vọng. Đây là một phương thức đặc biệt giúp bạn giành được lợi thế.

Peter Lynch trước đây là nhà quản lý rất thành công của quỹ Magellan, giờ đã nghỉ hưu. Ông thường áp dụng phương pháp này để giành được lợi thế to lớn trong suốt những năm đầu quỹ mới sáng lập. Lynch đã so sánh tỷ lệ tăng trưởng với chỉ số P/E của cổ phiếu riêng lẻ tiềm năng và ông chỉ bổ sung vào danh mục đầu tư các loại cổ phiếu có tỷ lệ tăng trưởng cao cân xứng với chỉ số P/E. Đây không chỉ đơn giản là chiến lược sử dụng chỉ số P/E thấp, bởi vì một cổ phiếu với tỷ lệ tăng trưởng 50% và chỉ số P/E là 25 (như vậy tỷ lệ tăng trưởng trên P/E là 2) được cho là tốt hơn nhiều loại cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng 20% và chỉ số P/E 20 (như vậy tỷ lệ tăng trưởng trên P/E là 1). Nếu có một người nào đó dự đoán chính xác tốc độ tăng trưởng (đã có thời Lynch làm được điều này) thì chiến lược này có thể mang lại những khoản lãi đáng kinh ngạc.

Chúng ta có thể tóm tắt tất cả những điều bàn luận từ đầu đến giờ bằng cách phát biểu lại hai quy tắc đầu tiên: *Tìm kiếm tình huống tăng trưởng với chỉ số P/E thấp. Nếu tăng trưởng trở thành hiện thực, thông thường bạn sẽ có được lợi nhuận kép – cả thu nhập và chỉ số đều tăng, mang lại khoản lãi khá lớn. Hãy thận trọng với các cổ phiếu có chỉ số quá cao với tỷ lệ tăng trưởng tương lai đã bị chiết khấu. Nhưng nếu tăng trưởng không trở thành hiện thực, khoản tiền thua lỗ sẽ tăng lên gấp đôi – cả thu nhập và chỉ số P/E đều sụt giảm.*

Quy tắc 3: Tìm kiếm cổ phiếu sẽ tăng trưởng theo dự tính của giới đầu tư có thể lấy làm cơ sở để xây lâu đài trên cát. Tôi đã nhấn mạnh tầm quan trọng của yếu tố tâm lý khi định giá cổ phiếu. Nhà đầu tư cá nhân hay tổ chức không phải là những cỗ máy có thể tính chỉ số P/E có tính đảm bảo và in ra các quyết định mua hay bán. Họ là con người có cảm xúc – bị chi phối bởi

lòng tham, ham muốn cờ bạc, hy vọng và cả nỗi sợ hãi khi đưa ra các quyết định về thị trường cổ phiếu. Điều này lý giải tại sao đầu tư thành công đòi hỏi phải có sự nhạy bén về cả trí tuệ lẫn tâm lý.

Cổ phiếu mang lại "cảm giác dễ chịu" theo suy nghĩ của giới đầu tư có thể được bán với chỉ số rất cao trong một thời gian dài, ngay cả khi tỷ lệ tăng trưởng chỉ ở mức trung bình. Còn những loại cổ phiếu không được may mắn như vậy có thể bị bán với chỉ số thấp trong suốt thời gian dài, thậm chí ngay cả khi tỷ lệ tăng trưởng cao hơn mức trung bình. Nếu tỷ lệ tăng trưởng được thiết lập, chắc chắn cổ phiếu sẽ thu hút một nhóm người ủng hộ nào đó. Thị trường không phải là không có lý. Thế nhưng cổ phiếu cũng giống như con người – cái gì kích thích cổ phiếu này cũng có thể hờ hững với cổ phiếu khác, và quá trình cải thiện chỉ số diễn ra chậm hơn, khiêm tốn hơn nếu câu chuyện về nó không làm giới đầu tư mê mẩn.

Vì vậy quy tắc 3 khuyên bạn nên tự hỏi bản thân rằng liệu câu chuyện cổ phiếu của bạn có xu hướng thu hút sự chú ý của đám đông hay không? Liệu đó có phải là câu chuyện từ những ước mơ dễ lan truyền hay không? Liệu đó có phải là một câu chuyện khuyến khích giới đầu tư xây dựng lâu đài trên cát – nhưng được đặt trên nền móng vững chắc?

Để áp dụng quy tắc 3, bạn không nhất thiết phải là một chuyên gia kỹ thuật. Bạn có thể vận dụng trực giác và khả năng suy đoán để đánh giá rằng liệu "câu chuyện" về cổ phiếu có khả năng thu hút sự chú ý của đám đông – đặc biệt là các nhà đầu tư tổ chức hay không. Tuy nhiên, chuyên gia phân tích kỹ thuật sẽ tìm kiếm bằng chứng hữu hình trước khi họ bị thuyết phục rằng ý tưởng đầu tư đã thật sự làm công chúng mê mẩn. Đương nhiên, bằng chứng cụ thể này chính là sự khởi đầu của xu hướng đi lên hoặc một tín hiệu kỹ thuật có thể đưa ra dự đoán "đáng tin cậy" rằng xu hướng đi lên sẽ hình thành.

Mặc dù các quy tắc tôi trình bày ở đây nghe có vẻ rất hợp lý, nhưng còn một câu hỏi quan trọng đó là liệu rằng các quy tắc có thật sự phát huy tác dụng hay không. Xét đến cùng, có rất nhiều người khác tham gia cuộc chơi, và hiển nhiên là chẳng có người nào có thể luôn giành phần thắng.

Trong hai chương tiếp theo, tôi sẽ nghiên cứu các kết quả thực. Chương 6 sẽ đi sâu mổ xẻ câu hỏi: Phân tích kỹ thuật có hiệu quả hay không? Chương 7 sẽ nghiên cứu thành tích hoạt động của các chuyên gia áp dụng phương pháp phân tích cơ bản. Hai chương này sẽ giúp chúng ta đánh giá những chuyên gia phân tích đầu tư chuyên nghiệp thực hiện công việc của họ tốt như thế nào và chúng ta nên đặt bao nhiêu niềm tin vào lời khuyên của họ.

6. Phân tích kỹ thuật và Thuyết bước đingẫu nhiên

Mọi thứ rất ít khi giống như bề ngoài của chúng.
Sữa không kem có thể giả làm kem.

—Gilbert & Sullivan, *H.M.S Pinafore*

Không phải thu nhập, chẳng phải cổ tức, không phải yếu tố rủi ro, cũng chẳng phải tỷ lệ lãi suất cao có thể kéo người lập biểu ra khỏi nhiệm vụ được giao: nghiên cứu các dao động giá của cổ phiếu. Những cống hiến không biết mệt mỏi cho các con số như vậy đã giúp sản sinh ra lý thuyết màu mè nhất cũng như ngôn ngữ bình dân của Phố Wall: "Giữ cổ phiếu tốt, bán cổ phiếu yếu", "Chuyển sang cổ phiếu mạnh", "Bán số cổ phiếu này đi, chúng chẳng ích lợi gì cả". Tất cả đều là những câu kết luận hay lời khuyên quen thuộc của chuyên gia phân tích kỹ thuật khi họ vui vẻ thu phí môi giới để khuấy tung tài khoản của bạn lên.

Chuyên gia phân tích kỹ thuật xây dựng chiến lược của họ dựa trên giấc mơ về lâu đài trên cát và kỳ vọng công cụ của họ sẽ nói cho họ biết lâu đài nào đang được xây và làm thế nào để nhập cuộc ngay từ đầu. Câu hỏi là: Các công cụ đó có giúp ích hay không?

Đôi giày thủng lỗ và những dự đoán mập mờ

Đôi khi các giáo sư trường đại học bị sinh viên hỏi như thế này: "Nếu thông minh như vậy, tại sao thầy không giàu?" Câu hỏi này thường khiến các vị giáo day dứt vì họ luôn tự cho rằng mình đã khước từ sự giàu có của cải vật chất tầm thường để tham gia vào một trong những lĩnh vực cực kỳ hữu ích cho xã hội đó là nghề sư phạm. Có lẽ các chuyên gia kỹ thuật nên được hỏi câu này thì hợp lý hơn. Bởi lẽ điểm mấu chốt của phương pháp phân tích kỹ thuật là kiếm tiền, vậy nên người ta hoàn toàn có lý khi kỳ vọng những người thuyết giảng phương pháp này cũng biết cách áp dụng nó thành công.

Khi nhìn cận cảnh, người ta thường thấy chuyên gia kỹ thuật đi đôi giày thủng lỗ với cổ áo sờn rách. Cá nhân tôi chưa bao giờ biết đến một chuyên gia kỹ thuật thành công nào, song tôi đã chứng kiến sự suy sụp của một số chuyên gia kỹ thuật không thành công. Thế nhưng có một điều rất kỳ lạ là chẳng bao giờ họ cảm thấy hối tiếc. Nếu bạn hỏi tại sao họ lại thất bại, họ sẽ trả lời khá thành thật rằng họ đã mắc phải một sai lầm muôn thuở của con người, đó là không tin vào chính biểu đồ của mình. Một lần tôi đã vô cùng xấu hổ và chết lặng ngay tại bàn ăn của anh bạn tôi – một chuyên gia lập biểu – khi anh ta đưa ra nhận xét như vậy. Từ lần đó tôi đã rút ra bài học là không bao giờ ăn chung với một chuyên gia lập biểu. Thật khó tiêu hóa!

Mặc dù các chuyên gia kỹ thuật có thể không thành công khi vận dụng lời khuyên của chính mình, song trên thực tế lời nói của họ vẫn rất có giá trị. Hãy thử nghiên cứu lời khuyên của một chuyên gia phân tích kỹ thuật như sau:

Thị trường phục hồi sau một thời gian tái tích lũy là một dấu hiệu tăng giá cổ phần. Tuy nhiên, nhân tố làm đòn bẩy vẫn chưa xuất hiện rõ ràng và vùng giá cao vượt chỉ số Dow 40 điểm, vì vậy vẫn còn quá sớm để nói giai đoạn tiếp theo của thị trường giá lên sắp đến. Nếu trong một

vài tuần tới, kết quả kiểm tra các chỉ số thấp vẫn không thay đổi và thị trường vượt qua được những ngưỡng cao trước đó, chúng ta sẽ thấy giá cổ phiếu tiếp tục tăng. Nếu các chỉ số thấp bị phá vỡ, xu hướng đi xuống trung hạn sẽ tiếp tục kéo dài. Khi xem xét tình hình hiện tại, có một điều dễ nhận thấy là người mua bán cổ phiếu vẫn ngồi ở cánh gà chờ đợi sơ đồ minh họa xu hướng rõ ràng hơn và thị trường sẽ dao động trong phạm vi giao dịch rất hẹp.

Nếu bạn hỏi tôi chính xác tất cả những điều này có nghĩa là gì, e là tôi không thể nói cho bạn biết, song tôi nghĩ có lẽ các chuyên gia kỹ thuật đã quan niệm như thế này: "Nếu thị trường không đi lên hoặc lùi xuống, thị trường sẽ đứng yên." Thậm chí biên tập viên dự báo thời tiết cũng có thể đưa ra dự đoán khá hơn thế.

Hiển nhiên, tôi có thành kiến với chuyên gia lập biểu. Đây không chỉ là thành kiến cá nhân mà còn với tư cách một chuyên gia. Giới học thuật ghét cay ghét đắng phương pháp phân tích kỹ thuật. Chúng tôi rất thích mổ xẻ, bới móc phương pháp này. Chiến thuật bới móc của chúng tôi bắt nguồn từ hai nguyên nhân: (1) sau khi trừ chi phí giao dịch, phương pháp này không cho kết quả khá hơn chiến lược mua-và-nắm giữ; và (2) phương pháp này có quá nhiều điểm sơ hở để chúng tôi bới móc. Và mặc dù có vẻ như hơi bất công khi công kích mục tiêu đáng thương như vậy, song xin bạn hãy nhớ rằng: chúng tôi đang cố gắng giữ túi tiền của bạn.

Cho dù sự ra đời của máy tính có thể củng cố địa vị của chuyên gia kỹ thuật trong một khoảng thời gian nhất định, và mặc dù dịch vụ lập biểu tràn ngập trên mạng Internet, song công nghệ rút cục cũng chứng tỏ chỉ làm hủy hoại thanh danh của chuyên gia kỹ thuật. Trong khi các chuyên gia kỹ thuật nhanh chóng lập biểu đồ cho thấy xu hướng chuyển động của thị trường, chuyên gia học thuật có thể xây dựng những biểu đồ cho thấy độ chính xác của các biểu đồ kỹ thuật với tốc độ nhanh không kém. Thật dễ dàng kiểm tra tất cả quy tắc giao dịch kỹ thuật trên máy tính, vì thế đây trở thành một trò tiêu khiển thú vị cho các chuyên gia học thuật để xem liệu các quy tắc đó có thật sự hiệu quả không.

Có tồn tại đà tăng giảmtrên thị trường chứng khoán hay không?

Chuyên gia kỹ thuật tin rằng việc hiểu rõ diễn biến của một loại cổ phiếu trong quá khứ có thể giúp dự đoán diễn biến của nó trong tương lai. Nói cách khác, chuỗi dao động giá trước ngày được nghiên cứu luôn có ý nghĩa quan trọng cho việc dự đoán dao động giá của ngày đó.

Chuyên gia lập biểu tin rằng đà tăng giảm có tồn tại trên thị trường. Giả sử cổ phiếu đang tăng giá sẽ tiếp tục tăng, còn cổ phiếu bắt đầu sụt giá cứ thế lao xuống. Do đó, nhà đầu tư nên mua cổ phiếu bắt đầu tăng giá và nắm giữ các cổ phiếu mạnh. Nếu cổ phiếu bắt đầu giảm giá hoặc có "thành tích nghèo nàn", nhà đầu tư được khuyên nên bán ra.

Những quy tắc kỹ thuật này đã được kiểm nghiệm kỹ càng bằng cách sử dụng các dữ liệu về giá cổ phiếu trong nhiều giao dịch lớn cách đây từ rất lâu, thậm chí là đầu thế kỷ XX. Kết quả chỉ ra rằng không thể tin tưởng áp dụng dao động giá cổ phiếu trong quá khứ để phỏng đoán dao động trong tương lai. Nếu thị trường thật sự có trí nhớ, đó cũng chỉ là bộ nhớ có dung lượng rất nhỏ. Mặc dù đôi lúc thị trường có phô bày đà nào đó, tuy nhiên vẫn không đáng tin cậy vì giá cổ phiếu không duy trì phong độ đủ lâu để lấn át các chi phí giao dịch quá lớn khi thực hiện chiến thuật căn cứ vào xu hướng giá.

Một loạt phép thử đơn giản có thể so sánh thay đổi giá cổ phiếu trong một khoảng thời gian cụ thể với thay đổi giá trong khoảng thời gian tiếp theo. Chẳng hạn, theo lý thuyết về mặt kỹ thuật, nếu giá của một loại cổ phiếu tăng ngày hôm qua, có nhiều khả năng giá sẽ tiếp tục tăng ngày hôm nay. Thế nhưng, hóa ra mối tương quan giữa dao động giá trong quá khứ, ở hiện tại và tương lai gần như bằng không. Biến động giá cổ phiếu tuần trước chẳng mấy liên hệ đến những thay đổi giá trong tuần này... Bất kể giữa các dao động giá cổ phiếu ở những thời điểm khác nhau phụ thuộc thế nào chăng nữa, thì mối liên hệ đó cũng vô cùng nhạt nhòa và không có nhiều ý nghĩa về mặt kinh tế. Mặc dù thị trường có đưa ra lực đẩy ngắn hạn nào đó (tôi sẽ bàn luận đầy đủ ở Chương 11), song không nhà đầu tư nào sau khi trả chi phí giao dịch có thể kiếm chác được gì từ lực đẩy đó.

Các chuyên gia kinh tế học cũng nghiên cứu luận điểm cho rằng chuỗi dao động giá thường diễn ra theo một hướng trong nhiều ngày (nhiều tuần hoặc nhiều tháng) của các chuyên gia kỹ thuật. Người ta ví cổ phiếu như các hậu vệ, những người khi đã lấy được đà rất có khả năng sẽ tiếp tục giữ vững đà đó trong thời gian dài. Thế nhưng sự thật hóa ra không đơn giản như vậy. Đôi khi một loại cổ phiếu có thể tăng giá liên tiếp trong nhiều ngày; tuy nhiên, thỉnh thoảng khi tung một đồng xu hai mặt, bạn cũng có thể liên tiếp tung được "mặt ngửa". Số lần chuỗi giá tăng lên (hay giảm xuống) cũng không nhiều hơn số lần bạn có thể kỳ vọng vào chuỗi mặt ngửa hay mặt sấp liên tiếp ngẫu nhiên. Cái vẫn thường được gọi là "các mô hình liên tục" trên thị trường chứng khoán cũng không thường xuyên hơn số lần gặp vận của bất kỳ kẻ máu mê cờ bạc nào. Đây chính là điều mà chuyên gia kinh tế học muốn ám chỉ khi họ nói rằng giá cổ phiếu phản ứng rất giống bước đi ngẫu nhiên.

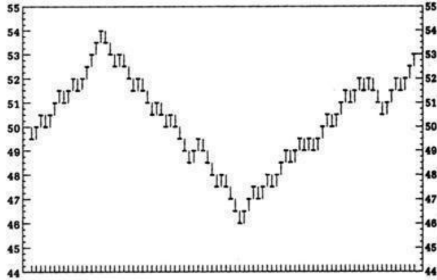
Vậy chính xác thế nào là một bước đi ngẫu nhiên?

Đối với nhiều người, đây có vẻ như là một chuyện vô lý, sai lầm. Thậm chí ngay cả độc giả thiếu trung thành nhất của các chuyên trang tài chính cũng có thể dễ dàng chỉ ra mô hình giá cổ phiếu trong thị trường. Chẳng hạn, hãy thử quan sát biểu đồ cổ phiếu 6.1.

Dường như biểu đồ minh họa khá rõ các mô hình. Sau thời gian đầu đi lên, cổ phiếu đổi chiều đi xuống, rồi sau đó cứ thế lao dốc không phanh. Một thời gian sau, xu hướng sụt giá bị chặn lại và giá cổ phiếu lại tiếp tục chuyển động lên với tốc độ ổn định. Bất cứ ai nhìn vào biểu này cũng có thể tự nhận thấy các xu hướng dao động đó. Làm thế nào chuyên gia kinh tế học lại kém tinh tường đến mức không thể nhận ra những điều đã quá rõ ràng trong mắt người bình thường?

Lòng tin bền bỉ vào những mô hình lặp đi lặp lại của thị trường cổ phiếu bắt nguồn từ sự ảo tưởng về thống kê. Để minh họa điều này, tôi sẽ mô tả một thí nghiệm yêu cầu sinh viên tham gia. Các sinh viên được giao nhiệm vụ lập một biểu đồ dao động của một loại cổ phiếu giả tưởng, lúc đầu được bán với giá 50 đô-la. Giá cổ phiếu lúc phiên giao dịch cuối ngày đóng cửa sẽ được xác định tùy thuộc vào kết quả tung đồng xu. Nếu là mặt ngửa, sinh viên giả sử rằng giá phiên giao dịch đóng cửa ngày hôm nay cao hơn ngày hôm qua ½ điểm. Nếu là mặt sấp, giá coi như bị giảm ½ điểm. Biểu đồ dưới đây chính là biểu đồ cổ phiếu giả tưởng, kết quả của một trong những lần thử nghiệm đó.

Biểu đồ 6.1



Sơ đồ dựa trên kết quả tung đồng xu ngẫu nhiên trông rất giống với một sơ đồ cổ phiếu thông thường và thậm chí còn chỉ ra một số chu kỳ. Tất nhiên, "chu kỳ" rõ ràng mà chúng ta quan sát được từ kết quả tung đồng xu không xảy ra thường xuyên như chu kỳ thực, thế nhưng các xu hướng đi lên và đi xuống ở thị trường chứng khoán cũng tương tự như vậy.

Việc thiếu tính quy luật có ý nghĩa rất quan trọng. "Các chu kỳ" trong biểu đồ cổ phiếu biểu diễn sự lặp lại vận may hoặc vận rủi của một tay ham mê cờ bạc bình thường cũng không khác nhiều so với chu kỳ thực. Kể cả khi cổ phiếu dường như đang trên đà tăng giá (trông giống như xu hướng đi lên trong một số giai đoạn trước) cũng không cung cấp thông tin hữu ích nào đáng tin cậy hay cho biết tuổi thọ của xu hướng tăng giá hiện tại. Đúng là lịch sử có xu hướng tự lặp lại ở thị trường chứng khoán, song theo vô vàn cách thức đáng ngạc nhiên khác nhau mà có thể phá hỏng tất cả mọi nỗ lực kiếm lợi nhuận dựa trên vốn hiểu biết về các mô hình giá trong quá khứ.

Trong các biểu đồ cổ phiếu mô phỏng khác dựa trên kết quả tung đồng xu của sinh viên đã xuất hiện các mô hình "đầu và hai vai", mô hình "ba đỉnh – ba đáy" và một số mô hình quen thuộc khác. Có một sơ đồ trình diễn xu hướng tăng ngoạn mục trong mô hình "đầu và hai vai" lộn ngược (mô hình biểu hiện tăng giá cổ phần rõ ràng). Tôi đưa biểu đồ đó cho một anh bạn là chuyên gia lập biểu, anh này gần như phát hoảng lên. "Đây là công ty nào vậy?" anh la lên. "Chúng ta phải mua ngay mới được. Mô hình này thuộc dạng kinh điển. Trăm phần trăm là giá sẽ tăng lên 15 điểm vào tuần sau." Thế nhưng anh bạn tôi chẳng buồn đáp lại khi tôi nói rằng sơ đồ đó được lập dựa trên kết quả tung đồng xu ngẫu hứng. Chuyên gia lập biểu vốn là những người ít khiếu hài hước!

Sinh viên của tôi sử dụng phương pháp hoàn toàn ngẫu nhiên để lập ra các biểu đồ cổ phiếu. Với mỗi lần tung đồng xu, miễn là không chơi trò gian lận, có 50% được mặt ngửa, tức là xu hướng giá cổ phiếu tăng lên, và 50% được mặt sấp, có nghĩa là xu hướng đi xuống. Thậm chí nếu tung đồng xu 10 lần liên tiếp đều nhận được mặt ngửa, thì khả năng lần tung tiếp theo sẽ là mặt ngửa cũng chỉ đạt 50%. Nhà toán học gọi chuỗi dãy số thu được từ một quá trình ngẫu nhiên (chẳng hạn như dãy số trong biểu đồ cổ phiếu mô phỏng của chúng tôi) là bước đi ngẫu nhiên. Hoàn toàn không thể căn cứ vào những gì đã xảy ra trước đó để đoán trước bước di chuyển tiếp theo trên biểu đồ.

Đối với nhà toán học, dãy số được ghi lại trên biểu đồ cổ phiếu cũng không có biểu hiện khác biệt so với dãy số trong biểu đồ giả tưởng – trừ một ngoại lệ rõ ràng. Chỉ số bình quân giá cổ phiếu có xu hướng đi lên trong dài hạn tương ứng với mức tăng trưởng nguồn thu và cổ tức dài hạn. Sau khi điều chỉnh theo xu hướng này, điểm khác biệt là rất nhỏ. Gần như không thể dự đoán bước di chuyển tiếp theo trong chuỗi giá cổ phiếu mà chỉ dựa vào biểu hiện giá cổ phiếu trong quá khứ. Cho dù ngày hôm qua, giá cổ phiếu dao động nhè nhẹ hay chao đảo nghiêng

ngả, ngày hôm nay phiên giao dịch vẫn sẽ bắt đầu với tỷ lệ 50-50. Sự thay đổi giá cổ phiếu tiếp theo cũng khó đoán như kết quả tung đồng xu.

Trên thực tế, thị trường chứng khoán không đồng nhất với ý tưởng của nhà toán học về sự độc lập hoàn toàn giữa dao động giá cổ phiếu ở hiện tại với dao động trong quá khứ. Vẫn tồn tại mối quan hệ phụ thuộc mờ nhạt và tôi sẽ giải thích kỹ hơn ở Chương 11. Thị trường không hoàn toàn là một bước đi ngẫu nhiên. Tuy nhiên các mối liên hệ mang tính hệ thống quá mờ nhạt đến mức vô dụng. Chi phí giao dịch phải trả trong khi cố gắng tận dụng những mối liên hệ phụ thuộc nhạt nhòa đó đều lớn hơn rất nhiều so với bất kỳ khoản lãi nào có thể thu về. Vì vậy, phiên bản "hẹp" của thuyết bước đi ngẫu nhiên có thể được phát biểu chính xác như sau:

Lịch sử biến động giá cổ phiếu không chứa đựng thông tin hữu ích giúp nhà đầu tư áp dụng chiến lược mua-và-nắm giữ thật hiệu quả trong hoạt động quản lý danh mục đầu tư.

Nếu kết luận trên của thuyết bước đi ngẫu nhiên là đúng, vậy thì theo như cách nói của Richard Quandt, đồng nghiệp tôi "Phân tích kỹ thuật giống na ná với thuật chiêm tinh ít tính khoa học."

Tôi không nói rằng áp dụng chiến lược phân tích kỹ thuật không bao giờ sinh lời. Trên thực tế, các chiến lược này thường xuyên mang lại lợi nhuận. Điểm cần nhấn mạnh ở đây là chiến lược mua-và-nắm giữ đơn giản (tức là mua một loại hay một nhóm cổ phiếu rồi nắm giữ trong một thời gian dài) thông thường cũng mang về một khoản lãi tương đương hoặc thậm chí nhiều hơn so với phương pháp phân tích kỹ thuật.

Phương pháp kỹ thuật thật sự mang lại lợi nhuận cho nhà đầu tư áp dụng nó, tuy nhiên chiến lược mua-và-nắm giữ cũng làm được điều tương tự. Như chúng ta sẽ thấy ở phần sau, trên thực tế trong vòng hơn 80 năm qua, chiến lược mua-và-nắm giữ đơn giản sử dụng danh mục bao gồm tất cả cổ phiếu có chỉ số chứng khoán đa dạng có thể mang lại cho nhà đầu tư tỷ lệ lợi nhuận hàng năm trung bình trên 10%. Chỉ khi nào phương pháp kỹ thuật mang về mức lợi nhuận cao hơn thị trường, phương pháp đó mới được công nhận là có hiệu quả. Cho đến thời điểm hiện tại, chưa có phương pháp nào vượt qua được phép thử này.

Một số hệ thống kỹ thuật phức tạp hơn

Những người ủng hộ phương pháp phân tích kỹ thuật có thể tranh luận rằng những phán đoán của tôi là không công bằng. Phép thử đơn giản mà tôi miêu tả ở trên không thể sánh với "sự phong phú" của phương pháp phân tích kỹ thuật. Thật không may cho các chuyên gia kỹ thuật, quy tắc giao dịch phức tạp hơn cũng phải chào thua phép thử khoa học. Chúng ta hãy thử nghiên cứu chi tiết một số phương pháp phổ biến.

Hệ thống lọc

Dưới hệ thống "lọc" phổ biến, cổ phiếu nào đã chạm mức giá thấp sau đó lại tăng lên, chẳng hạn 5% (hay bất cứ tỷ lệ nào mà bạn muốn), được cho là đang chuyển động theo xu hướng tăng lên. Cổ phiếu sụt giá 5% so với mức đỉnh cao nhất được cho là đang chuyển động theo chiều đi xuống. Giả sử bạn mua bất kỳ cổ phiếu nào tăng 5% so với mức giá thấp và giữ cho đến khi giá giảm 5% so với mức đỉnh cao nhất, khi đó hãy bán ra và thậm chí là bán khống.

Phương pháp trên rất hay được các tay môi giới sử dụng. Quả thực, phương pháp lọc chính là

nguyên nhân lý giải cho lệnh “cắt lỗ” phổ biến được giới môi giới ưa chuộng, khi đó khách hàng được khuyên nên bán cổ phiếu nếu giá sụt 5% so với mức giá đã mua để “hạn chế khoản lỗ tiềm ẩn”. Lý lẽ mà họ đưa ra là có thể loại cổ phiếu đã rớt giá 5% đang có xu hướng giảm xuống.

Chuyên gia đã tiến hành thử nghiệm chi tiết các quy tắc lọc khác nhau. Tỷ lệ phần trăm giảm hoặc tăng giá cho phép lọc ra các ứng cử viên bán hoặc mua dao động từ 1-50%. Phép thử được thực hiện trên cả cổ phiếu riêng lẻ lẫn chỉ số chứng khoán ở những giai đoạn khác nhau. Nếu tính đến phí giao dịch quá cao khi áp dụng các quy tắc lọc, không phải lúc nào các phương pháp kỹ thuật cũng chiến thắng chiến lược đơn giản là mua cổ phiếu riêng lẻ (hoặc chỉ số chứng khoán) rồi nắm giữ trong khoảng thời gian thực hiện phép thử. Các nhà đầu tư cá nhân có thể dễ dàng tránh sử dụng quy tắc lọc cũng như tránh bất kỳ người môi giới nào khuyến nghị bạn nên áp dụng quy tắc đó.

Thuyết Dow

Thuyết Dow là cuộc chơi giằng co gay cấn giữa mức giá cao nhất và mức giá thấp nhất. Khi thị trường đạt đến cực đỉnh và chuyển động xuống, chính mức đỉnh đó hình thành một vùng giá cao, bởi vì những người không kịp bán khi giá ở mức đỉnh cao nhất rất nóng lòng muốn bán cổ phiếu nếu có cơ hội thứ hai. Vậy thì, nếu thị trường tăng trở lại và đạt gần mức đỉnh lần trước, người ta nói rằng thị trường đang “thử” vùng giá cao. Nếu thị trường bứt phá ra khỏi vùng giá cao, có nhiều khả năng thị trường sẽ tiếp tục tăng giá trong một thời gian nữa và khi đó vùng giá cao trước đó trở thành vùng giá thấp. Mặt khác, nếu thị trường “không thể xâm nhập vào vùng giá cao”, thay vào đó lại tụt xuống thấp hơn cả mức giá thấp mà trước đó được coi là vùng giá thấp, thì dấu hiệu của thị trường giá xuống đã xuất hiện và nhà đầu tư được khuyên nên bán ra.

Nguyên tắc Dow cơ bản mô tả chiến lược mua khi thị trường tăng cao hơn mức đỉnh lần trước và bán khi cổ phiếu trôi qua vùng thấp trước đó. Lý thuyết này được xây dựng dựa trên nhiều ý kiến đề xuất khác nhau, tuy nhiên ý tưởng cơ bản được lấy từ nguyên tắc lập biểu đồ.

Buồn thay, những dấu hiệu do hệ thống Dow đưa ra không có ý nghĩa quan trọng đối với việc dự đoán dao động giá trong tương lai. Biểu hiện của thị trường sau khi có dấu hiệu bán không có điểm gì khác biệt so với sau khi dấu hiệu mua xuất hiện. So với phương pháp đơn giản mua và nắm giữ danh sách cổ phiếu tiêu biểu với mức giá bình quân thị trường, những người áp dụng lý thuyết Dow trên thực tế còn thu về mức lãi thấp hơn một chút, bởi lẽ chiến lược này đòi hỏi nhà đầu tư phải chi trả những khoản phí môi giới rất lớn.

Hệ thống sức mạnh tương đối

Trong hệ thống sức mạnh tương đối, nhà đầu mua và nắm giữ cổ phiếu đang có những biểu hiện tốt, tức là vượt trội hơn các chỉ số thị trường chung. Ngược lại, giới đầu tư nên tránh hoặc thậm chí bán khống loại cổ phiếu đang hoạt động kém hiệu quả so với thị trường. Mặc dù có vẻ như đôi lúc chiến lược sức mạnh tương đối tỏ ra hiệu quả hơn phương pháp mua và nắm giữ, song không có bằng chứng nào chứng tỏ chiến lược này thường xuyên giành phần thắng. Như đã bàn luận ở phần trên, tồn tại một đà tăng giảm nào đó trên thị trường chứng khoán, song kết quả thử nghiệm các quy tắc sức mạnh tương đối trong hơn 25 năm qua được thực hiện

trên máy tính cho thấy sau khi trừ các chi phí giao dịch, các quy tắc này không giúp ích gì cho nhà đầu tư.

Hệ thống giá-khối lượng

Hệ thống giá-khối lượng phát biểu rằng khi một cổ phiếu (hoặc thị trường chung) tăng giá mạnh, thường xuất hiện nhu cầu mua vượt trội không đáp ứng được hết và cổ phiếu sẽ tiếp tục tăng giá. Ngược lại, khi một cổ phiếu sụt giá mạnh, áp lực bán bao trùm, và bắt đầu xuất hiện tín hiệu bán.

Có nhiều khả năng nhà đầu tư áp dụng hệ thống này lại vỡ mộng một lần nữa với kết quả thu được. Tín hiệu bán và mua do chiến lược này cung cấp không mang lại thông tin hữu ích cho việc dự đoán dao động giá cổ phiếu trong tương lai. Tuy nhiên, cũng giống tất cả các chiến lược kỹ thuật, nhà đầu tư buộc phải thực hiện rất nhiều thủ tục giao dịch mua vào-bán ra, vậy nên chi phí giao dịch thường bị trội lên rất nhiều so với khoản phí cần thiết để tiến hành chiến lược mua-và-nắm giữ. Sau khi thanh toán chi phí giao dịch, nhà đầu tư thậm chí thu được kết quả tồi tệ hơn cả khi áp dụng phương pháp mua-và-nắm giữ một nhóm cổ phiếu được đa dạng hóa.

Giải thích mô hình biểu đồ

Có lẽ một số biểu đồ phức tạp, chẳng hạn mô hình biểu đồ được trình bày ở chương trước, sẽ chỉ ra xu hướng giá cổ phiếu trong tương lai. Chẳng hạn, liệu hiện tượng cổ phiếu xâm nhập mức giá thấp ở mô hình biểu đồ đầu-và-hai vai có phải là báo hiệu thị trường giá xuống đáng tin cậy không? *Technical Analysis* (Phân tích kỹ thuật), cuốn cẩm nang về phương pháp lập biểu đã giải thích như sau: “Một người không thể khiến chiếc ôtô cồng kềnh chạy với tốc độ 70 dặm/giờ dừng lại ngay lập tức chỉ trong một giây ngắn ngủi và quay đầu xe chạy theo hướng ngược lại.” Trước khi cổ phiếu xoay vòng, dao động giá cổ phiếu hình thành một trong những mô hình đảo chiều trên phạm vi rộng khi những người giao dịch thông minh từ từ “phân phối” cổ phần của họ cho “công chúng”. Tất nhiên, chúng ta có biết một số cổ phiếu đảo chiều đột ngột (đây được gọi là “mô hình chữ V rủi ro”), thế nhưng giống như các nhà tiên tri thời La Mã, hình dạng của một số biểu đồ có thể tiên đoán chính xác tương lai. Than ôi, máy tính cũng đã tiến hành kiểm tra các kỹ năng lập biểu đồ nhà nghề này, và công cụ của chuyên gia kỹ thuật (đũa phép của thầy phù thủy) một lần nữa lại phản bội chính họ.

Trong một nghiên cứu phức tạp hơn, máy tính được lập trình để vẽ biểu đồ cho 548 cổ phiếu được niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán New York suốt 5 năm. Máy tính được đặt lệnh xem tất cả các biểu đồ và lọc ra bất kỳ mô hình nào giống với 32 kiểu biểu đồ phổ biến nhất như: đầu và hai vai, ba đỉnh – ba đáy, đường song song, góc nhọn, kim cương... Bởi vì máy tính là một nhân viên rất tận tụy và cẩn thận (dù thiếu tính sáng tạo), vậy nên chúng ta có thể chắc chắn rằng không có mô hình biểu đồ quan trọng nào bị bỏ sót.

Khi máy tính phát hiện ra một trong những mô hình biểu đồ giá xuống (chẳng hạn mô hình đầu và hai vai) tiếp theo sau là xu hướng chuyển động xuống xuyên qua cả đường viền cổ và hướng đến phần cổ trễ (dấu hiệu sụt giá rõ ràng nhất), nó sẽ ghi lại tín hiệu bán. Tuy nhiên, nếu mô hình ba đáy được tiếp nối bằng giai đoạn bứt phá hướng lên trên (chỉ báo thuận lợi điển hình nhất), máy tính sẽ ghi lại tín hiệu mua. Kế đến máy tính theo dõi biểu hiện của cổ phiếu đã được phát đi tín hiệu bán và mua rồi so sánh với kết quả của thị trường chung.

Dường như không có mối liên hệ nào giữa tín hiệu kỹ thuật và kết quả dao động trong tương lai của cổ phiếu. Nếu bạn chỉ mua cổ phiếu khi có tín hiệu mua và bán khi có tín hiệu bán, hiệu suất của bạn sau khi trừ chi phí giao dịch cũng không hề khá hơn chiến lược mua-và-nắm giữ đơn giản.

Rất khó chấp nhận khái niệm ngẫu nhiên

Bản chất con người giống như một trật tự, rất khó chấp nhận khái niệm ngẫu nhiên. Bất kể quy luật ngẫu nhiên có thể cho chúng ta biết điều gì chăng nữa, con người vẫn tìm kiếm các khuôn mẫu trong những sự kiện ngẫu nhiên xảy ra ở khắp mọi nơi – không chỉ ở thị trường chứng khoán mà ngay cả khi lý giải các hiện tượng thể thao.

Khi miêu tả phong độ nổi bật của một cầu thủ bóng rổ, phóng viên và người xem thường sử dụng những cụm từ như "LeBron James có bàn tay nóng (ghi bàn liên tục)" hay "Kobe Bryant – tay săn bàn thần tốc". Cầu thủ, huấn luyện viên hay người say mê môn bóng rổ hầu như lúc nào cũng tin tưởng rằng một cầu thủ đã thực hiện thành công cú đập trước hoặc một vài cú đập trước sẽ có nhiều khả năng thành công ở cú đập tiếp theo. Tuy nhiên, nghiên cứu do một nhóm chuyên gia tâm lý thực hiện đã chỉ ra hiện tượng "bàn tay nóng" chỉ là chuyện hoang đường.

Chuyên gia tâm lý đã nghiên cứu tỉ mỉ mọi cú ném của các cầu thủ trong đội Philadelphia 76ers trong suốt hơn một mùa giải và không tìm thấy bất cứ bằng chứng nào về mối tương quan chặt chẽ giữa kết quả của những cú ném thành công liên tiếp. Trên thực tế, họ nhận thấy xác suất một cú ném ghi điểm rồi ngay sau đó là một cú ném trượt thì cao hơn một chút so với xác suất ghi điểm hai lần liên tiếp. Ngoài ra, các chuyên gia cũng nghiên cứu những chuỗi gồm hai cú ném trở lên. Một lần nữa, họ phát hiện ra rằng số lần ghi điểm liên tiếp không nhiều hơn số lần có thể kỳ vọng trong chuỗi dữ liệu ngẫu nhiên. Mặc dù rõ ràng việc thực hiện thành công hai hoặc ba cú ném trước có thể tác động đến tâm lý của cầu thủ khi thực hiện cú ném tiếp theo, thế nhưng các bằng chứng không thể chối cãi lại cho thấy không có ảnh hưởng gì cả.

Kết quả nghiên cứu này không ám chỉ rằng bóng rổ giống một trò chơi may rủi hơn là môn thể thao đòi hỏi nhiều kỹ năng. Rõ ràng có một số cầu thủ giỏi ghi điểm và ném phạt hơn các cầu thủ khác. Tuy nhiên, điểm cần nhấn mạnh ở đây là xác suất thực hiện cú ném thành công không có mối liên hệ với kết quả của những cú ném trước đó. Chuyên gia tâm lý đoán rằng niềm tin mù quáng vào "bàn tay nóng" có thể bắt nguồn từ thiên hướng ghi nhớ. Nếu các chuỗi dài cú ném trúng hoặc trượt liên tiếp dễ nhớ hơn các chuỗi xen kẽ, người quan sát có thiên hướng đánh giá quá cao mối liên hệ giữa những cú ném liên tiếp. Thỉnh thoảng khi sự kiện giống nhau xảy ra liên tiếp, mọi người sẽ đi tìm lời giải thích và mô hình tiêu biểu. Họ không muốn tin rằng đó chỉ là sự kiện ngẫu nhiên, mặc dù xác suất xảy ra liên tiếp hoặc gặp may cũng thường xuyên xảy ra ở dữ kiện ngẫu nhiên, ví dụ kết quả của trò tung đồng xu. Và trong thị trường chứng khoán cũng vậy.

Một số thuyết kỹ thuật kỳ quặc khác có thể "rút tiền" từ ví bạn

Khi đã bác bỏ gần hết các quy tắc giao dịch kỹ thuật tiêu chuẩn, giới học thuật lại chuyển hướng sang một số phương pháp kỳ lạ hơn. Nếu không có chuyên gia lập biểu, chắc hẳn thế giới phân tích tài chính sẽ yên ắng và tẻ nhạt hơn rất nhiều, cũng như các kỹ thuật sau:

Chỉ số gấu váy

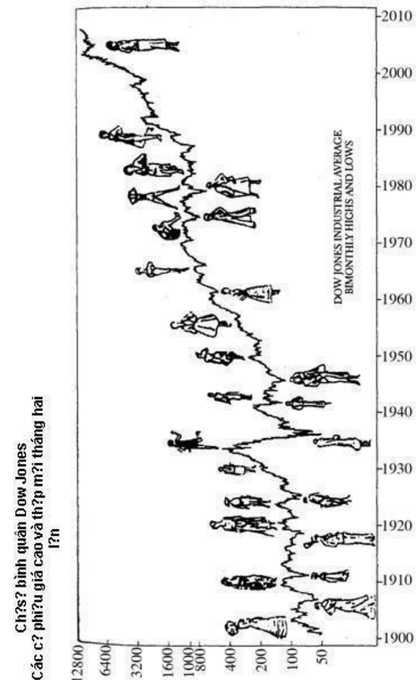
Không hài lòng với dao động giá, một số chuyên gia phân tích kỹ thuật mở rộng phạm vi nghiên cứu để đưa thêm vào các chỉ số dao động khác. Một trong những phương pháp hấp dẫn nhất được tác giả Ira Cobleigh gọi là lý thuyết “thị trường tăng giá và đầu gối trần”. Nghiên cứu gấu váy của phụ nữ trong một năm bất kỳ, bạn sẽ thu được ý tưởng về xu hướng giá cổ phiếu. Biểu đồ dưới đây chỉ cho những người theo dõi gấu váy của phụ nữ thấy mối liên hệ mờ nhạt giữa thị trường giá lên với đầu gối trần cũng như thị trường đình trệ với thị trường tăng giá.

Chẳng hạn, vào cuối thế kỷ XIX đầu thế kỷ XX, thị trường chứng khoán khá ảm đạm, và gấu váy cũng vậy. Song sau đó thị trường gấu váy sôi động trở lại cùng với thị trường giá lên của chứng khoán ở thập niên 1920, tiếp đó là mốt váy dài và giai đoạn thị trường trượt giá thập niên 1930. (Trên thực tế, biểu đồ có gian lận một chút: mốt váy dài thịnh hành trong năm 1927, trước giai đoạn thị trường tăng giá nhiều nhất trong lịch sử).

Thời kỳ sau Chiến tranh thế giới thứ hai, mọi chuyện cũng không diễn ra suôn sẻ. Thị trường sụt giá mạnh trong suốt mùa hè năm 1946, ngay trước khi bộ sưu tập “Kiểu dáng mới” với váy dài ra mắt công chúng năm 1947. Tương tự, giá cổ phiếu bắt đầu sụt giảm đột ngột cuối năm 1968 ngay trước khi loại váy lỡ được giới thiệu và trở nên cực kỳ thịnh hành trong năm 1969, và nhất là năm 1970.

Vậy lý thuyết đã phát huy hiệu quả như thế nào trong lần thị trường sụp đổ năm 1987? Có thể bạn nghĩ rằng chỉ số gấu váy lại sai lầm một lần nữa. Cuối cùng, vào mùa xuân năm 1987, khi các nhà thiết kế bắt đầu bán dòng sản phẩm thu đông, váy siêu ngắn được cho là sẽ trở thịnh hành vào khoảng thời gian này. Thế nhưng khoảng đầu tháng 10, khi những đợt gió lạnh đầu tiên bắt đầu thổi khắp cả nước Mỹ, một sự kiện kỳ lạ đã xảy ra: phần lớn phụ nữ nhận thấy rằng váy ngắn không phù hợp với họ. Khi phái nữ quay trở lại với váy dài, các nhà thiết kế cũng nhanh chóng đáp ứng thị hiếu. Bill Blass đã phàn nàn: “Bây giờ tôi mặc váy ngắn trông thật nực cười.” Phần còn lại của câu chuyện thuộc về lịch sử thị trường cổ phiếu.

Vậy còn hiện tượng thị trường giá xuống trầm trọng trong giai đoạn đầu thập niên 2000 thì sao? Thật không may, bạn có thể đoán quần ngố dài được ưa chuộng tại thời điểm chuyển giao thế kỷ và các nữ doanh nhân như cựu CEO của Hewlett-Packard, Carly Fiorina thường xuyên diện kiểu quần ngố dài này. Bây giờ chúng ta đã biết được thủ phạm thật sự của hiện tượng thị trường giá xuống thảm hại đầu thập niên 2000.



Mặc dù có vẻ như tồn tại bằng chứng nào đó ủng hộ cho lý thuyết gấu váy, xin bạn đừng quá lạc quan kỳ vọng chỉ số gấu váy sẽ giúp bạn lựa chọn thời điểm hợp lý của thị trường. Giờ đây lựa chọn của phụ nữ không còn bị bó hẹp với những bộ váy nữa. Như tạp chí *Vogue* bình luận, bạn có thể mặc đồ của phái mạnh hay phái yếu, và tất cả chiều dài gấu váy bây giờ đều được chấp nhận. Tôi e rằng lý thuyết này về thị trường chứng khoán đã tự phô bày rõ ràng sự vô ích của nó.

Chỉ số Super Bowl

Tại sao thị trường lại tăng giá trong năm 2003? Câu hỏi này thật quá đỗi đơn giản đối với một chuyên gia kỹ thuật sử dụng chỉ số Super Bowl. Chỉ số Super Bowl đưa ra dự đoán về kết quả hoạt động của thị trường căn cứ vào đội thắng siêu cúp Super Bowl. Nếu đội thắng là đội NFC (National Football Conference), chẳng hạn đội Tampa Bay Buccaneers trong năm 2003, thì cổ phiếu được dự đoán tăng giá, trong khi đó đội AFC (American Football Conference) thắng sẽ mang tin xấu đến cho nhà đầu tư. Năm 2002, New England Patriots (đội AFC) đánh bại Saint Louis Rams (đội NFC) và thị trường phản ứng hoàn toàn chính xác: giá giảm đột ngột. Mặc dù đôi khi chỉ số này không chính xác, tuy nhiên số lần chỉ số đưa ra dự đoán đúng nhiều hơn số lần dự đoán sai. Tất nhiên, điều này không có ý nghĩa gì cả. Kết quả chỉ số Super Bowl không phản ánh điều gì ngoài sự thật là đôi khi có thể tồn tại mối tương quan giữa hai sự kiện hoàn toàn không liên quan đến nhau. Theo báo cáo của Mark Hulbert, chuyên gia nghiên cứu thị trường chứng khoán David Leinweber phát hiện ra rằng chỉ số có mối liên hệ gần gũi nhất với S&P 500 Index chính là năng suất sản xuất bơ ở Bangladesh.

Lý thuyết lô lẻ

Lý thuyết lô lẻ cho rằng trừ các nhà đầu tư luôn luôn đúng, không ai có thể đóng góp cho một chiến lược đầu tư thành công nhiều hơn các nhà đầu tư lúc nào cũng sai. Theo tâm lý mê tín phổ biến, người mua bán cổ phiếu lô lẻ chính là nhân vật như vậy. Cho nên, thành công của bạn được đảm bảo chắc chắn bằng chiến lược mua vào khi người giao dịch lô lẻ bán ra và ngược lại, bán ra khi họ mua vào.

Người mua bán cổ phiếu lô lẻ (odd-lotter) là người giao dịch theo lô dưới 100 cổ phiếu (lô chẵn có 100 cổ phiếu). Có nhiều nhà đầu tư nghiệp dư trên thị trường chứng khoán không kiếm đủ 5.000 đô-la tiền vốn để mua một lô chẵn (100 cổ phiếu) được bán với giá 50 đô-la/cổ phiếu. Họ thường có xu hướng mua, chẳng hạn 10 cổ phiếu với khoản tiền đầu tư khiêm tốn 500 đô-la.

Một người có thể kiếm lời bằng cách nghiên cứu tỷ lệ số cổ phiếu mua theo lô lẻ (số cổ phiếu nhà đầu tư nghiệp dư mua vào trong một ngày giao dịch cụ thể) với số cổ phiếu bán theo lô lẻ (số cổ phiếu mà họ bán ra), đồng thời dựa trên các loại cổ phiếu cụ thể được người giao dịch cổ phiếu lô lẻ mua và bán. Các nhà đầu tư nghiệp dư thiếu hiểu biết chỉ hành động dựa trên cảm tính chứ không căn cứ vào sự sáng suốt về chuyên môn, và họ giống như những con cừu ở "khu phố" sắp được đưa vào lò mổ. Theo truyền thuyết, nhà đầu tư nghiệp dư lúc nào cũng sai.

Tuy nhiên, hóa ra người giao dịch cổ phiếu lô lẻ không phải là những kẻ ngớ ngẩn nực cười đến mức đó. Chỉ hơi ngờ nghệch? Có lẽ thế. Có vài chỉ số cho thấy thành tích của người giao dịch cổ phiếu lô lẻ chỉ thấp hơn một chút so với chỉ số bình quân. Thế nhưng, bằng chứng sẵn có cũng khẳng định rằng việc hiểu rõ phương thức hoạt động của những người giao dịch cổ phiếu lô lẻ cũng không giúp ích cho quá trình hình thành chiến lược đầu tư.

Một vài hệ thống khác

Tiếp tục nghiên cứu phương pháp kỹ thuật sẽ càng cho thấy những kết quả nghèo nàn. Một số người hoàn toàn nghiêm túc khi tin rằng thuyết vệt đen của mặt trời (sunspot theory) về dao động trên thị trường chứng khoán có thể giúp họ kiếm lời. Nhưng bạn có tin rằng bằng cách theo dõi tỷ lệ cổ phiếu tăng giá so với cổ phiếu sụt giá ở Sở Giao dịch Chứng khoán New York, bạn có thể tìm ra một chỉ số dẫn đường đáng tin cậy về các mức giá cao trên thị trường nói chung hay không? Kết quả nghiên cứu được thực hiện cẩn thận trên máy tính cho câu trả lời là "không". Bạn có nghĩ rằng phần trăm cổ phiếu của một loại cổ phiếu bị bán khống tăng lên chính là dấu hiệu thị trường giá lên (bởi vì cuối cùng cổ phiếu cũng được người bán khống mua lại như ban đầu) hay không? Phép thử cẩn thận đã chứng tỏ không có mối liên hệ nào đối với thị trường nói chung, kết quả tương tự cũng xảy ra trong từng lần phát hành cổ phiếu riêng lẻ. Bạn có nghĩ rằng hệ thống chỉ số trung bình trượt được một số kênh tin tức tài chính ưa chuộng (chẳng hạn, mua loại cổ phiếu nếu giá tăng cao hơn mức giá trung bình trong vòng 200 ngày trước đó và bán ra nếu giá tụt xuống thấp hơn mức trung bình) có thể dẫn bạn đến những khoản lợi nhuận kếch xù trên thị trường chứng khoán hay không? Đương nhiên là không nếu bạn phải trả nhiều chi phí giao dịch – để bán và mua!

Quân sư thị trường kỹ thuật

Các chuyên gia kỹ thuật có thể không đưa ra dự đoán chính xác, thế nhưng đội ngũ này vẫn rất đa dạng. Chẳng hạn, vào thập niên 1980, quân sư thị trường có tầm ảnh hưởng lớn nhất là chàng trai trẻ Robert Prechter. Prechter bắt đầu quan tâm đến những điểm tương đồng giữa tâm lý xã hội và thị trường chứng khoán khi còn là sinh viên trường Đại học Yale. Sau khi tốt nghiệp, Prechter chơi trống cho một ban nhạc rock trong suốt 4 năm, sau đó về làm chuyên gia phân tích kỹ thuật sơ cấp cho tập đoàn Merrill Lynch. Tại đây, Prechter tình cờ gặp được một kế toán vô danh tên là R. N. Elliott, người đã xây dựng một lý thuyết bí mật mà ông khiêm tốn

gọi là Lý thuyết sóng Elliott. Giả thuyết của Elliott là có những làn sóng tâm lý đầu tư có thể tiên đoán được và chính làn sóng tâm lý đó đã điều khiển thị trường với chu kỳ dao động lên xuống tự nhiên. Elliott tin rằng khi theo dõi làn sóng tâm lý, một người có thể phát hiện ra các xu hướng thay đổi lớn trên thị trường. Quá phấn khích với phát hiện này, năm 1979, Prechter quyết định bỏ việc ở Merrill Lynch để viết một thư thông báo nhà đầu tư từ một địa điểm không có thực ở Gainesville, Georgia.

Dự đoán ban đầu của Prechter chính xác một cách kỳ lạ. Đầu thập niên 1980, anh ta dự đoán thị trường sẽ tăng giá mạnh với chỉ số Dow tăng lên ngưỡng 3.600 sau khi tạm thời dừng ở mức 2.700. Prechter là hiệp sỹ vàng giai đoạn đó, khiến những người tin vào dự đoán của anh ta vét sạch túi đầu tư trong suốt tháng 10/1987.

Điềm xấu bắt đầu xuất hiện vào thời điểm sau tháng 10/1987. Với danh tiếng của mình, Prechter khẳng định xác suất thị trường sụt giá 10% vào ngày 5/10/1987 là "50/50", khi chỉ số Dow vẫn đang ở trên mức 2.600. Prechter đã khuyên các nhà đầu tư và người giao dịch chứng khoán bán ra trong tương lai gần. Tuy nhiên, các nhà đầu tư tổ chức lại được tư vấn nên cố bám lấy mục tiêu cuối cùng là chờ chỉ số Dow đạt 3.686. Sau khi thị trường sụp đổ, chỉ số Dow tụt xuống gần 2.000, Prechter quay ra dự đoán thị trường giá xuống trong một thời gian dài và khuyến cáo nên nắm giữ trái phiếu Bộ Tài chính. Anh ta dự đoán "thời kỳ thị trường giá lên vùn vụt đã chấm dứt" và đến đầu thập niên 1990, chỉ số công nghiệp Dow Jones sẽ bổ nhào xuống dưới 400. Không ủng hộ việc mua vào, Prechter đã bỏ lỡ cơ hội ngàn vàng khi toàn bộ thị trường đồng loạt lên giá vào thập niên 1990. Đối với vị quân sư nổi danh, đây chẳng khác nào một nhát đâm chí tử. Thế nhưng, Prechter vẫn bám riết lấy dự đoán về thị trường giá xuống và đúng là anh ta đã tìm lại được một vài người ủng hộ khi thị trường bắt đầu đi xuống vào đầu thập niên 2000. Điều này chỉ chứng tỏ rằng nếu một người lúc nào cũng dự đoán về hiện tượng tăng giá (hoặc sụt giá), đôi lúc dự đoán của họ cũng tỏ ra chính xác.

Người kế vị Prechter là Elaine Garzarelli, phó tổng giám đốc tập đoàn đầu tư Lehman Brothers lúc bấy giờ. Garzarelli không chỉ căn cứ vào một chỉ số, bà lao vào nghiên cứu cả biển dữ liệu tài chính và sử dụng 13 chỉ số khác nhau để dự đoán vận mệnh của thị trường. Garzarelli luôn thích nghiên cứu những chi tiết quan trọng. Khi còn nhỏ, bà thường xin các bộ phận của con vật từ người bán thịt ở gần nhà rồi mổ xẻ và nghiên cứu các bộ phận đó.

Garzarelli chính là Roger Babson của cuộc đại khủng hoảng năm 1987. Bắt đầu dự báo thị trường giá xuống từ tháng 8, đến ngày 1/9, bà khuyến cáo tất cả khách hàng của mình nên rút khỏi thị trường hoàn toàn. Ngày 11/10, bà gần như chắc chắn rằng cuộc khủng hoảng sắp mò đến nơi rồi. Hai ngày sau, tiên đoán như thần, bà trả lời phỏng vấn tờ *USA Today* rằng sắp tới chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones sẽ giảm hơn 500 điểm. Trong vòng đúng một tuần, lời dự đoán đó thành hiện thực.

Thế nhưng cuộc khủng hoảng là những tiếng reo vui cuối cùng của Garzarelli. Ngay khi giới truyền thông trao cho bà danh hiệu "Quân sư của ngày thứ Hai đen tối", đồng thời các bài báo nịnh hót tràn ngập trên khắp các tạp chí từ *Cosmopolitan* đến *Fortune*, bà bị chìm đắm trong những lời tiên tri – hay tai tiếng. Sau vụ đại khủng hoảng, bà tuyên bố sẽ không đả động gì đến thị trường nữa và dự đoán chỉ số Dow sẽ giảm thêm 200 đến 400 điểm. Vì vậy, Garzarelli đã bỏ lỡ cú lội ngược dòng ngoạn mục của thị trường. Hơn nữa, những người để bà định đoạt túi tiền

của họ đã thất vọng nặng nề. Quỹ đầu tư được thành lập vào mùa hè năm 1987 nhằm lợi dụng danh tiếng và tài năng của bà đã khởi đầu thật tệ hại. Từ năm 1988 trở đi, thành tích của bà trên thị trường ngày càng tệ hại cho đến khi bà quyết định rời ban quản lý quỹ năm 1994. Khi biện minh về sự thiếu kiên định của mình, bà đã đưa ra lời giải thích muôn thuở của các chuyên gia phân tích kỹ thuật: "Tôi đã không tin vào chính biểu đồ của mình."

Có lẽ nhóm quân sư đầu tư thú vị nhất thời điểm giữa thập niên 1990 là những quý bà Beardstown mộc mạc đã bước vào tuổi thất thập. Khi được các nhà báo gọi là "những bộ não đầu tư vĩ đại nhất thời đại chúng ta", nhóm quý bà nổi tiếng này đã tự bịa ra các khoản lợi nhuận kếch xù cùng với nhận xét thổi phồng, cường điệu, bán hơn 1 triệu bản sách và xuất hiện thường xuyên trên chương trình truyền hình phát sóng toàn quốc và tuần san. Họ xáo trộn tất cả những lời giải thích về kết quả thành công đầu tư của họ (lấy đức tính cần cù và thói quen chăm đi lễ nhà thờ là "trọng tâm"). Trong cuốn sách được ưa chuộng xuất bản năm 1995 có tựa đề *The Beardstown Ladies Common-Sense Investment Guide* (Chỉ dẫn đầu tư phổ biến của các quý bà Beardstown), họ khẳng định tỷ lệ lợi nhuận đầu tư của họ trong thập niên trước là 23,9%/năm, lấn át cả tỷ lệ lợi nhuận 14,9%/năm của chỉ số S&P 500 Index. Họ cho rằng mọi người cũng có thể làm tốt như vậy nếu nghe theo lời khuyên của họ. Một câu chuyện quá đỗi tuyệt vời: Những quý bà giản dị ở miền Trung Tây Hoa Kỳ vận dụng các hướng dẫn phổ biến có thể vượt mặt chuyên gia tư vấn đầu tư ở Phố Wall được trả lương cao, và thậm chí có thể khiến các quỹ chỉ số phải tủi hổ.

Thật không may, các quý bà bị phát hiện tội gian lận sổ sách. Rõ ràng, các thành viên nhóm Beardstown đã tính khoản tiền hội phí câu lạc bộ đầu tư của họ vào lợi nhuận thu được từ thị trường chứng khoán. Hãng kiểm toán Price Waterhouse được mời đến để tính tỷ lệ lợi nhuận thực của các quý bà trong hơn một thập niên trước đó. Kết quả thật hết sức khiêm tốn: 9,1%/năm, thấp hơn gần 6 điểm so với thị trường chung. Làm giàu bằng cách tôn thờ thần tượng đầu tư thú vị ra trò!

Bài học kinh nghiệm rút ra từ câu chuyện này quá rõ ràng. Có rất nhiều chuyên gia kỹ thuật dự đoán về thị trường, và luôn luôn có một vài người nào đó tiên đoán chính xác một lần hay thậm chí một vài lần, thế nhưng không có ai lúc nào cũng chính xác tuyệt đối. Cho phép tôi diễn đạt lại rời răn của Kinh Thánh như thế này: "Ai luôn chạy theo phỏng đoán của các quân sư thị trường sẽ chết vì hối hận."

Tại sao người ta vẫn thuê các chuyên gia kỹ thuật?

Có vẻ như rất rõ ràng là bằng cách đánh giá một cách khoa học, việc đọc biểu đồ có đặc điểm tương đồng với thuật giả kim. Từ trước đến nay, các kết luận rút ra từ quá trình nghiên cứu tất cả phương pháp tích kỹ thuật đều có sự đồng nhất kỳ lạ. Không có phương pháp nào luôn cho hiệu quả tốt hơn chiến lược mua-và-nắm giữ. Phương pháp kỹ thuật không thể đưa ra các chiến lược đầu tư hữu ích. Đây chính là kết luận cơ bản của thuyết bước đi ngẫu nhiên.

Một đồng nghiệp cũ của tôi tin rằng hệ thống tư bản sẽ loại bỏ tất cả những tăng trưởng vô ích, chẳng hạn các chuyên gia phân tích kỹ thuật đang phát triển nở rộ. Chắc hẳn anh bạn của tôi sẽ nói: "Những tay thầy bói hiện đại ở Phố Wall bị thất sủng đến nơi rồi. Chuyên gia môi giới sẽ sớm nhận thấy họ có thể dễ dàng làm việc mà không cần đến dịch vụ của các chuyên gia kỹ

thuật." Sức sống bền bỉ của chuyên gia lập biểu đã chứng minh rằng hệ thống tư bản cũng có khả năng làm vườn giống như hầu hết mọi người trong chúng ta. Chúng ta thích ngắm nhìn những luống cây đẹp nhất lớn dần lên, thế nhưng khi mùa hè trôi qua, cỏ dại thường mọc lên um tùm trong khu vườn của chúng ta.

Điểm đáng nói ở đây là chuyên gia kỹ thuật thường đóng vai trò quan trọng trong trò lừa bịp của người môi giới. Chuyên gia lập biểu đưa ra lời khuyên giao dịch – ở một mức độ nào đó hầu như mọi hệ thống kỹ thuật đều góp mặt trong các hoạt động mua vào-bán ra. Giao dịch mang lại tiền hoa hồng – nhân tố quyết định sống còn của hoạt động môi giới. Chuyên gia kỹ thuật không hỗ trợ sản xuất du thuyền cho khách hàng của họ, thế nhưng họ giúp mang lại hoạt động giao dịch để kiếm về những chiếc du thuyền sang trọng cho người môi giới. Cho đến khi công chúng hiểu ra mánh khóe lừa đảo này, các chuyên gia kỹ thuật vẫn tiếp tục phát triển rầm rộ.

Đánh giá đòn phản công

Thuyết bước đi ngẫu nhiên bác bỏ phương pháp lập biểu nhìn chung không được tất cả các chuyên gia phân tích kỹ thuật ưa thích. Chuyên gia phân tích kỹ thuật chỉ xem thuyết này như "lời phát biểu ngớ ngẩn của giới học thuật". Vậy thì, chúng ta hãy thử dừng lại một chút và đánh giá đòn phản công của các chuyên gia kỹ thuật đang bị bao vây.

Có lẽ lời phàn nàn hay gặp nhất về điểm yếu của thuyết bước đi ngẫu nhiên bắt nguồn từ sự ngờ vực về mặt toán học và những hiểu lầm về mặt nội dung. "Thị trường không ngẫu nhiên và chẳng nhà toán học nào có ý định thuyết phục tôi rằng thị trường ngẫu nhiên cả." Thậm chí ngay cả nhà bình luận sắc sảo hiểu rõ bối cảnh Phố Wall như Adam Smith cũng bộc lộ hiểu lầm này khi ông viết: "Tôi nghi ngờ rằng ngay cả khi người theo thuyết bước đi ngẫu nhiên công bố một bằng chứng toán học hoàn hảo về tính ngẫu nhiên, tôi vẫn tin rằng về dài hạn, thu nhập tương lai có tác động đến giá trị hiện tại, và rằng nhân tố chi phối ngắn hạn chính là tâm lý đám đông."

Đương nhiên, thu nhập và cổ tức có tác động đến giá thị trường, kể cả tâm lý đám đông cũng vậy. Chúng ta đã nhìn thấy vô số bằng chứng về điều này trong các chương trước. Kể cả khi hành vi vô lý của đám đông thống trị thị trường trong những giai đoạn nhất định thì bước đi ngẫu nhiên vẫn gần giống với diễn biến của thị trường chứng khoán. Hình ảnh minh họa tương xứng cho bước đi ngẫu nhiên là một gã say rượu bước đi lảo đảo trên cánh đồng hoang. Gã say không hề có lý trí, nhưng cũng không thể dự đoán được.

Hơn nữa, nguồn thông tin mới quan trọng của một công ty (vụ đình công lớn, chủ tịch qua đời…) cũng chẳng thể tiên đoán được. Sự việc xảy ra hoàn toàn ngẫu nhiên theo thời gian. Trên thực tế, sự xuất hiện của những mẩu tin kế tiếp nhau cũng rất tình cờ. Nếu một tin tức xuất hiện không phải do ngẫu nhiên, mà phụ thuộc vào mẩu tin xuất hiện trước đó, vậy thì đó chẳng phải là tin tức nữa. Phiên bản hẹpcủa thuyết bước đi ngẫu nhiên khẳng định không thể dự đoán giá cổ phiếu dựa trên cơ sở giá cổ phiếu trong quá khứ. Vậy nên, những lời chỉ trích phê phán kiểu như trên hoàn toàn thiếu chính xác.

Chuyên gia phân tích kỹ thuật cũng "nói có sách mách có chứng", họ khẳng định chắc chắn giới học thuật chưa kiểm chứng hết mọi phương pháp kỹ thuật đã được xây dựng. Điều này hoàn

toàn đúng. Không có chuyên gia kinh tế hay nhà toán học nào, cho dù họ tài giỏi đến đâu chăng nữa, có thể chứng minh thuyết phục rằng các phương pháp kỹ thuật không bao giờ phát huy tác dụng. Tất cả những gì họ rút ra đó là các mô hình định giá thị trường chứng khoán chỉ cung cấp một lượng thông tin quá ít ỏi, không đủ để bù đắp cho các chi phí giao dịch nảy sinh khi giao dịch dựa trên lượng thông tin đó. Vì vậy, tôi đã nhận được một núi thư chỉ trích vì trong những ấn bản trước của cuốn sách này đã không nêu ra một phương pháp kỹ thuật được ưa thích nào.

Tôi cho rằng không có biện pháp kỹ thuật nào có thể phát huy tác dụng trong suốt một thời gian dài. Thứ nhất, tôi chỉ ra rằng các phương pháp mà mọi người tin rằng "thật sự phát huy tác dụng" chưa được kiểm chứng đầy đủ; và thứ hai, thậm chí nếu chúng có phát huy tác dụng, các phương pháp đó chắc chắn sẽ tự triệt tiêu.

Mỗi năm có không biết bao nhiêu người háo hức đến sòng bạc ở Las Vegas và Atlantic City, theo dõi hàng trăm vòng roulette hòng tìm ra một quy luật tuần hoàn nào đó. Thông thường họ tìm ra một quy luật và sẽ cố chơi cho đến khi thua sạch bởi vì không thử nghiệm lại quy luật tuần hoàn đó. Điều này hoàn toàn giống với các chuyên gia kỹ thuật.[15]

Nếu bạn nghiên cứu giá cổ phiếu ở bất kỳ thời điểm nào trong quá khứ, hầu như lúc nào bạn cũng có thể tìm ra một kiểu hệ thống nào đó sẽ phát huy tác dụng trong một thời điểm nhất định. Nếu thử tất cả các tiêu chí khác nhau để lựa chọn cổ phiếu, cuối cùng chúng ta sẽ tìm thấy một tiêu chí giúp lựa chọn loại cổ phiếu tốt nhất ở thời điểm đó.

Hãy để tôi giải thích rõ hơn. Giả sử chúng ta nghiên cứu giá cùng với khối lượng cổ phiếu giao dịch để tìm ra các quy tắc giao dịch kỹ thuật đã phát huy tác dụng trong giai đoạn 2002-2006. Đúng là có thể tìm ra một quy tắc kỹ thuật thật sự hữu ích. Chẳng hạn, bạn nên mua các loại cổ phiếu có tên bắt đầu bằng chữ X hoặc D, có khối lượng giao dịch tối thiểu 80.000 cổ phiếu/ngày và có tỷ lệ tăng trưởng nguồn thu từ 10% trở lên trong 5 năm trước. Thực tế cho thấy có thể mô tả các loại cổ phiếu hoạt động tốt nhất. Tất nhiên, vấn đề cốt yếu là liệu vào thời điểm khác thì phương pháp này còn phát huy tác dụng không. Phần lớn những người ủng hộ phương pháp phân tích kỹ thuật thường không thể kiểm chứng lại hệ thống của họ bằng dữ liệu thị trường lấy từ các giai đoạn khác thay vì dữ liệu của giai đoạn mà hệ thống được xây dựng.

Thậm chí nếu chuyên gia kỹ thuật nghe theo lời khuyên của tôi, tức là kiểm chứng hệ thống của họ ở nhiều giai đoạn khác nhau và kết luận rằng hệ thống đó là một công cụ dự đoán giá cổ phiếu đáng tin cậy, tôi vẫn tin rằng phân tích kỹ thuật rút cục chẳng đem lại lợi ích gì. Giả sử chuyên gia kỹ thuật nhận thấy có một hiện tượng đáng tin cậy là giá cổ phiếu sẽ tăng vọt vào cuối năm từ lễ Giáng sinh đến ngày đầu Năm mới. Vấn đề là ở chỗ khi những người hoạt động trên thị trường nhận ra chu kỳ đều đặn đó, họ sẽ hành động theo cách ngăn không cho chu kỳ này lặp lại trong tương lai.

Bất kỳ phương pháp kỹ thuật thành công nào rút cuộc cũng sẽ tự chuốc lấy thất bại. Ngay tại thời điểm nhận ra giá cổ phiếu sẽ tăng cao hơn sau ngày đầu Năm mới so với trước lễ Giáng Sinh, tôi sẽ bắt đầu mua vào trước lễ Giáng sinh. Nếu mọi người biết rằng ngày mai giá của một loại cổ phiếu sẽ tăng lên, bạn có thể chắc chắn rằng giá sẽ leo lên ngay trong ngày hôm nay. Bất kỳ chu kỳ tuần hoàn nào bị khám phá và lợi dụng để kiếm lời trên thị trường chứng

khoán chắc chắn cuối cùng cũng sẽ tự triệt tiêu. Đây chính là lý do cơ bản tại sao tôi tin rằng không ai áp dụng thành công phương pháp kỹ thuật để thu về những khoản lợi nhuận cao trên mức trung bình ở thị trường chứng khoán.

Lời nhắn nhủ cho nhà đầu tư

Sử dụng dao động giá cổ phiếu trong quá khứ để dự đoán tương lai không thể mang lại hiệu quả. Các chiến lược kỹ thuật thường rất thú vị, dễ chịu song không có giá trị thực. Đây là phiên bản hẹp của thuyết bước đi ngẫu nhiên. Thuyết kỹ thuật chỉ làm giàu cho những người đang xúc tiến và quảng cáo dịch vụ kỹ thuật hay hãng môi giới thuê các chuyên gia kỹ thuật với hy vọng kết quả phân tích do chuyên gia cung cấp có thể khuyến khích nhà đầu tư thực hiện thêm các giao dịch mua vào-bán ra, nhờ đó thu về nhiều khoản hoa hồng.

Áp dụng phương pháp phân tích kỹ thuật để xác định thời điểm hợp lý của thị trường là cực kỳ nguy hiểm. Bởi vì nếu thị trường cổ phiếu có xu hướng đi lên dài hạn, sẽ rất mạo hiểm khi nắm giữ nhiều tiền trong tay. Có nhiều khả năng một nhà đầu tư thường xuyên mang một số lượng lớn tiền mặt để tránh các giai đoạn thị trường sụt giá sẽ phải đứng ngoài cuộc chơi khi thị trường phục hồi tấp nập trở lại. Giáo sư H. Negat Seybun thuộc trường Đại học Michigan đã phát hiện rằng có đến 95% các phi vụ kiếm lời béo bở trên thị trường chứng khoán trong vòng 30 năm từ giữa thập niên 1960 đến 1990 chỉ rơi vào 90 ngày trong số gần 7.500 ngày giao dịch. Nếu vô tình bỏ lỡ 90 ngày đó (chỉ chiếm khoảng trên 1% trong tổng số ngày giao dịch), chắc hẳn bạn sẽ không chạm được vào những khoản lợi nhuận kếch xù dài hạn của thị trường trong khoảng thời gian đó. Điểm cần nhấn mạnh ở đây là những người căn ke thời điểm hợp lý của thị trường có nguy cơ bỏ lỡ giai đoạn chạy nước rút bất thường, vốn là nhân tố đóng góp quan trọng vào hiệu quả hoạt động.

Lời nhắn nhủ rút ra từ phân tích này hết sức đơn giản. Nếu giá trong quá khứ không cung cấp hoặc cung cấp rất ít thông tin hữu ích để dự đoán giá tương lai, chẳng có lợi gì khi áp dụng bất kỳ quy tắc giao dịch kỹ thuật nào để tính toán thời điểm bán ra và mua vào. Ít nhất chiến lược mua và nắm giữ đơn giản cũng có thể làm tốt như các hệ thống kỹ thuật. Hãy chấm dứt sử dụng dịch vụ kỹ thuật vô dụng và tránh xa các tay môi giới thích dựa vào biểu đồ để đưa ra lời khuyên về giao dịch.

Vẫn còn một ưu điểm nổi trội khác của phương pháp mua và nắm giữ mà tôi chưa nhắc đến. Mua và bán thường tạo ra các khoản lãi vốn phải chịu thuế. Phương pháp mua và nắm giữ cho phép bạn trì hoãn và tránh các loại thuế này. Khi áp dụng bất kỳ chiến lược kỹ thuật nào, có nhiều khả năng bạn thu về những khoản lãi vốn ngắn hạn song lại phải trả nhiều loại thuế cao hơn (và sớm hơn) khi bạn áp dụng chiến lược mua và nắm giữ. Vậy nên, chỉ cần mua và nắm giữ một danh mục đầu tư đa dạng phù hợp với mục tiêu sẽ giúp bạn tiết kiệm được phí đầu tư, phí môi giới và tiền thuế; đồng thời có thể đạt được thành tích đầu tư tổng thể ít nhất cũng tốt như khi áp dụng phương pháp kỹ thuật.

7. Đánh giá hiệu quả của phân tích cơ bản

Làm sao tôi lại có thể mù quáng đặt niềm tin vào các chuyên gia như vậy?

—John F. Kennedy sau thất bại
của chiến lược Vịnh Con lợn

Ban đầu, chỉ là một chuyên gia thống kê với áo sơ mi trắng và bộ comple sờn màu xanh, lặng lẽ đeo miếng vải chống chói mắt màu xanh da trời, ngồi xuống bàn làm việc và ghi lại tỉ mỉ thông tin tài chính trong quá khứ về các công ty đang theo dõi. Kết quả: cảm thấy gò bó. Sau đó, đột nhiên muốn lột xác, anh ta rời bàn làm việc, mua áo sơ mi màu xanh và bộ comple màu ghi vải flanen, quẳng chiếc băng che mắt đi và bắt đầu chuyến đi thực tế đến thăm các nhà máy mà trước đó anh ta chẳng biết gì ngoài đống số liệu thống kê tài chính. Ngày nay, người đó được gọi là chuyên gia phân tích chứng khoán.

Thời gian trôi đi, lương lậu, bổng lộc của anh ta thu hút sự chú ý của phái nữ khiến họ chuyển sang mặc các bộ vét. Giờ đây bất cứ ai đi khoang hạng nhất cũng suốt ngày ca điệp khúc tiền, tiền và tiền. Những người mới trông bảnh bao, gia nhập thị trường lao động vào thập niên 1990 cười chế giễu và xem thường cách làm của lớp người cổ hủ tuổi bốn mươi. Thế hệ mới áp đảo; comple trở nên lỗi mốt, giày Gucci và quần Armani lên ngôi. Những người trẻ quá thông minh và hiểu biết đến mức các nhà quản lý danh mục đầu tư hoàn toàn tin tưởng vào lời khuyên của họ, còn các hãng trên Phố Wall thì ngày càng thường xuyên sử dụng họ để chăn dắt các ngân hàng đầu tư. Còn hơn cả các chuyên gia phân tích chứng khoán, họ là những ngôi sao nghiên cứu vốn cổ phần. Tuy nhiên, có vài lời điều tiếng thiếu thiện cảm cho rằng họ chỉ là những tay môi giới trung gian của ngân hàng đầu tư.

Quan điểm của Phố Wall và Giới học thuật

Cho dù nắm giữ vị trí nào, xứng đáng hay không xứng đáng, các chuyên gia phân tích cơ bản vẫn chiếm số đông. Vì vậy, những nghiên cứu nghi ngờ về tính hiệu quả của phương pháp phân tích kỹ thuật không khiến phần lớn các chuyên gia ngạc nhiên. Về bản chất, các chuyên gia ở Phố Wall là những người theo trường phái phân tích cơ bản. Câu hỏi thật sự quan trọng là liệu phân tích cơ bản có đem lại lợi ích gì hay không.

Có hai quan điểm đối lập nhau về tính hiệu quả của phương pháp phân tích cơ bản. Những người hoạt động ở Phố Wall nhận thấy phân tích cơ bản ngày càng đúng đắn và có tầm ảnh hưởng lớn. Nhà đầu tư cá nhân rất ít khi có cơ hội thắng được nhà quản lý danh mục đầu tư chuyên nghiệp và nhóm chuyên gia phân tích cơ bản.

Nhiều người trong giới học thuật chế nhạo tính tự cao tự đại này. Một số học sỹ đã hơi cường điệu hóa khi nói rằng một con khỉ bị bịt mắt ném phi tiêu vào tờ *Wall Street Journal* cũng có thể lựa chọn cổ phiếu thành công như các nhà quản lý danh mục đầu tư chuyên nghiệp. Họ lý luận rằng giám đốc quản lý quỹ cùng với các chuyên gia phân tích cơ bản chẳng thể làm gì khá hơn một nhà đầu tư nghiệp dư tầm thường trong việc lựa chọn cổ phiếu.

Quan điểm của cá nhân tôi về vấn đề này không quá gay gắt như nhiều đồng nghiệp của tôi

trong giới học thuật. Tuy nhiên, bất cứ nhà đầu tư thông minh nào cũng cần phải am hiểu công trình nghiên cứu đồ sộ về những câu hỏi trên. Trong chương này tôi sẽ thuật lại trận đánh lớn trong cuộc chiến chưa có hồi kết giữa giới học thuật và giới chuyên gia của thị trường, đồng thời lý giải tại sao điều này lại quan trọng với túi tiền của bạn.

Về cơ bản chuyên gia phân tích chứng khoán có phải là người sáng suốt hay không?

Dự đoán nguồn thu tương lai là lẽ sống của chuyên gia phân tích chứng khoán. Theo nhận xét của tạp chí *Institutional Investor*, "Nguồn thu là tên gọi của trò chơi, luôn luôn như vậy."

Để dự đoán xu hướng tương lai, các chuyên gia phân tích nói chung bắt đầu nghiên cứu những biến động trong quá khứ "Mức tăng trưởng nguồn thu quá khứ đã được chứng minh chính là chỉ số đáng tin cậy nhất để dự đoán mức tăng trưởng nguồn thu tương lai". Nếu ban quản lý của công ty thật sự tài giỏi, không có lý do gì để nghĩ rằng họ có thể bỏ lỡ cú chạm Midas[16] trong tương lai. Và nếu ban quản lý tài giỏi đó tiếp tục giữ vị trí lãnh đạo, tỷ lệ tăng trưởng nguồn thu tương lai vẫn sẽ duy trì như trước. Trong khi lý lẽ của chuyên gia phân tích kỹ thuật có vẻ không đáng tin cậy, thì chuyên gia phân tích cơ bản lại tự hào cho rằng lý luận của họ dựa trên kết quả hoạt động cụ thể đã được chứng minh của công ty.

Lối suy nghĩ như vậy đã bị nhấn chìm trong giới học thuật. Tính toán tỷ lệ tăng trưởng nguồn thu trong quá khứ không giúp ích cho việc dự đoán mức tăng trưởng trong tương lai. Giả sử bạn biết được tốc độ tăng trưởng của tất cả các công ty chẳng hạn trong giai đoạn 1980–1990, điều đó cũng không ích gì khi dự đoán tốc độ tăng trưởng của chúng trong giai đoạn 1990–2000. Tương tự, biết rõ công ty nào tăng trưởng nhanh trong những năm 1990 không giúp các chuyên gia tìm ra nhóm tăng trưởng mạnh vào giai đoạn đầu thế kỷ XXI. Những chuyên gia nghiên cứu cho các công ty của Anh lần đầu tiên công bố kết quả sửng sốt này trong bài báo có tựa đề rất thú vị "Tăng trưởng lộn xộn" (Higgledy Piggledy Growth). Các viện sỹ hàn lâm ở trường đại học Princeton và Harvard đã áp dụng nghiên cứu này vào các công ty của Mỹ – và thật ngạc nhiên, kết quả hoàn toàn trùng khớp.

Ngay lập tức những tiếng a ló rộ lên "IBM. Xin hãy nhớ cho trường hợp của IBM." Tôi có nhớ trường hợp của IBM: tập đoàn tăng trưởng cao và ổn định trong nhiều thập niên. Có thời gian, IBM là một trường hợp ngoại lệ, một biểu tượng sáng chói. Song từ giữa thập niên 1980, ngay cả IBM hùng mạnh cũng không thể duy trì quỹ đạo tăng trưởng đáng tin cậy. Tôi cũng nhớ trường hợp Polaroid, Kodak, Nortel Networks, Xerox và hàng tá tập đoàn khác đều thiết lập được đà tăng trưởng nhanh và ổn định cho đến khi mái vòm sập xuống. Tôi không hy vọng bạn ghi nhớ những trường hợp ngoại lệ phổ biến mà hãy chú ý đến quy luật: Nhiều người ở Phố Wall không muốn chấp nhận sự thật rằng không thể rút ra bất kỳ mô hình đáng tin cậy nào từ kết quả hoạt động trong quá khứ để hỗ trợ các chuyên gia dự đoán tốc độ tăng trưởng tương lai. Thậm chí trong những năm hưng thịnh của thập niên 1990, chỉ có 1 trong số 8 công ty lớn gắng gượng duy trì được tốc độ tăng trưởng hàng năm ổn định. Và thậm chí không có công ty nào kéo dài đà tăng trưởng trong những năm đầu của Thiên niên kỷ mới. Giới phân tích không thể dự đoán về đà tăng trưởng dài hạn ổn định, bởi vì nó không tồn tại.

Tuy nhiên, một chuyên gia phân tích giỏi sẽ lý luận rằng vẫn có nhiều thứ để dự đoán hơn là

chỉ kiểm tra kết quả trong quá khứ. Một số người thậm chí còn thừa nhận rằng dữ liệu trong quá khứ không phải là một thước đo hoàn hảo. Thay vì kiểm tra mọi yếu tố xuất hiện trong quá trình dự đoán, John Cragg và tôi quyết định tập trung vào kết quả cuối cùng: Bản thân sự dự đoán.

Chúng tôi đã viết thư cho 19 hãng danh tiếng nhất ở Phố Wall đang áp dụng phương pháp phân tích cơ bản và yêu cầu họ dự đoán về thu nhập của một số lượng lớn công ty S&P 500 trong vòng 1 năm và 5 năm. Sau đó chúng tôi so sánh những dự đoán đó (được đưa ra ở những thời điểm khác nhau) với kết quả thực tế để xem các chuyên gia đã dự đoán về thay đổi thu nhập ngắn hạn và dài hạn chính xác đến mức nào. Kết quả thật ngạc nhiên.

Nói thẳng ra những dự đoán cẩn thận của chuyên gia phân tích chứng khoán (dựa trên nghiên cứu về lĩnh vực kinh doanh, đến thăm các nhà máy…) chỉ khá hơn một chút so với dự đoán rút ra bằng phương pháp ngoại suy đơn giản từ những xu hướng trong quá khứ, mà như chúng ta đã thấy chẳng mang lại lợi ích gì cả. Trên thực tế, khi so với tỷ lệ tăng trưởng nguồn thu thực, kết quả tỷ lệ tăng trưởng dự đoán trong vòng 5 năm của chuyên gia phân tích chứng khoán còn tệ hơn kết quả tiên đoán rút ra từ một số mô hình ngây ngô.

Ví dụ, các kết quả dự đoán của chuyên gia được so sánh với một liều thuốc an thần: giả định là mọi công ty trong nền kinh tế có thu nhập tăng trưởng tương đương với tốc độ tăng trưởng thu nhập quốc dân dài hạn. Hóa ra, nếu bạn sử dụng mô hình dự đoán ngây ngô này để dự đoán mức tăng trưởng nguồn thu dài hạn, bạn sẽ mắc lỗi nhỏ hơn so với khi dựa vào kết quả dự đoán chuyên nghiệp của giới phân tích.

Phương pháp chúng tôi sử dụng để xác định hiệu quả chẩn đoán về các công ty do chuyên gia phân tích chứng khoán đưa ra, hoàn toàn giống với phương pháp đã được vận dụng trước đó khi đánh giá liều thuốc của chuyên gia kỹ thuật. Chúng tôi so sánh kết quả do các chuyên gia cung cấp với kết quả rút ra từ hệ thống ngây ngô nào đó. Đôi khi những phương pháp dự đoán ngây ngô phát huy hiệu quả rất cao. Ví dụ, nếu muốn dự báo thời tiết cho ngày mai, bạn có thể làm việc này khá tốt bằng cách dự báo thời tiết hoàn toàn giống ngày hôm nay. Mặc dù hệ thống này sẽ bỏ lỡ mọi thời điểm chuyển giao thời tiết, song hầu như những dự đoán này thường khá tin cậy. Theo bạn, có bao nhiêu nhân viên dự báo thời tiết có thể làm khá hơn?

Trước thành tích dự báo tăng trưởng 5 năm nghèo nàn, các chuyên gia phân tích chứng khoán, tuy có hơi ngượng ngùng, thành thật thú nhận rằng 5 năm thật sự là một khoảng thời gian quá dài để đưa ra dự đoán đáng tin cậy. Họ thấy rằng thật sự cần được đánh giá khả năng dựa trên dự đoán những biến động nguồn thu trong vòng 1 năm tới. Tin hay không tùy bạn, nhưng thực tế cho thấy kết quả dự đoán 1 năm của họ thậm chí còn tệ hơn cả dự đoán cho 5 năm.

Giới phân tích đã phản công hết sức liều lĩnh, và phàn nàn rằng thật không công bằng khi đánh giá thành tích của họ dựa trên các lĩnh vực ngành nghề tiêu biểu, bởi lẽ thu nhập của các hãng công nghệ cao và công ty "theo chu kỳ" đa dạng cực kỳ khó dự đoán. "Hãy thử tài của chúng tôi ở lĩnh vực dịch vụ cơ bản đi", một chuyên gia đã tự tin tuyên bố như vậy. Vì vậy chúng tôi thử, và họ càng không thích. Thậm chí dự đoán của họ về những ngành dịch vụ cơ bản "ổn định" cũng khác xa so với thực tế. Điều này đã đưa chúng tôi đến kết luận quan trọng thứ hai trong cuộc nghiên cứu: Chẳng có lĩnh vực ngành nghề nào dễ đoán cả.

Hơn nữa, không có chuyên gia phân tích nào luôn duy trì phong độ tốt hơn người khác. Đương nhiên, mỗi năm sẽ có một vài nhà phân tích nào đó nổi trội hơn số đông, thế nhưng chưa thấy ai có thể duy trì thành tích ổn định. Chuyên gia phân tích làm tốt hơn số đông trong năm nay chưa chắc có khả năng đưa ra dự đoán tốt hơn người khác trong năm tới.

Phát hiện này đã được một số nhà nghiên cứu khác xác nhận. Chẳng hạn, Michael Sandretto ở trường đại học Harvard và Sudhir Milkrishnamurthi ở Viện Công nghệ Massachusette đã hoàn thành công trình nghiên cứu đồ sộ về kết quả dự báo trong một năm của 1.000 công ty được săn đón nhiều nhất. Họ đã đưa ra kết luận gây choáng váng: tỷ lệ mắc lỗi hàng năm được duy trì ổn định một cách kỳ lạ và trong khoảng thời gian 5 năm tỷ lệ mắc lỗi trung bình của các chuyên gia phân tích là 31,3%. Dự báo tài chính có vẻ như là môn khoa học giúp cho thuật chiêm tinh được sùng kính hơn.

Nổi lên giữa tất cả những lời cáo buộc này là thông điệp hết sức quan trọng: Chuyên gia phân tích chứng khoán gặp vô vàn khó khăn khi thực hiện chức năng cơ bản của họ là dự đoán viễn cảnh nguồn thu của công ty. Những nhà đầu tư đặt niềm tin mù quáng vào kiểu dự đoán như vậy khi đưa ra lựa chọn đầu tư sẽ cảm thấy thất vọng tràn trề.

Tại sao quả cầu pha lê bị mờ

Xuất hiện đôi chút xáo trộn khi phát hiện ra rằng nhóm chuyên gia được đào tạo bài bản, hưởng lương cao ngất có thể không cực kỳ tài giỏi trong lĩnh vực của họ. Đáng tiếc, đây không phải là điều hiếm thấy. Phát hiện tương tự có thể tìm thấy trong hầu hết các nhóm chuyên gia. Chẳng hạn có một ví dụ kinh điển ở lĩnh vực y học. Trong thời kỳ mà việc phẫu thuật cắt bỏ amiđan rất phổ biến, Hiệp hội Sức khoẻ trẻ em Mỹ đã tiến hành khảo sát một nhóm gồm 1.000 em 11 tuổi, và phát hiện ra có 611 em đã bắt bỏ amiđan. Sau đó, 389 em còn lại được một nhóm bác sỹ khám, rồi kết luận 174 em cần phải cắt bỏ amiđan và 215 em còn lại hoàn toàn bình thường. 215 em này lại được một nhóm bác sỹ khác khám lại, sau đó khuyến cáo 99 em nên cắt bỏ amiđan. Khi 116 em “khoẻ mạnh” được khám lần thứ ba, có khoảng một nửa được khuyên nên cắt bỏ amiđan, chỉ có 65 em còn lại vẫn chưa được chẩn đoán phải cắt amiđan. Tuy nhiên số còn lại không được khám thêm nữa bởi vì số lượng bác sỹ tham gia vào cuộc nghiên cứu đã hết.

Có vô số nghiên cứu khác cho kết quả tương tự. Các bác sỹ X-quang không thể phát hiện ra bệnh phổi trong khoảng 30% số phim X-quang mà họ xem, mặc dù biểu hiện của bệnh trên phim X-quang rất rõ ràng. Một thí nghiệm khác chứng minh rằng bác sỹ chuyên nghiệp ở bệnh viện tâm thần không thể phân biệt người bình thường với người điên. Cho dù là lời khuyên của chuyên gia ở lĩnh vực nào đi nữa, chúng ta vẫn nên xem xét kỹ mức độ tin cậy và sự chính xác của chúng. Nếu một người có độ tin cậy thấp về nhiều loại đánh giá khác nhau, thì sẽ không ngạc nhiên khi biết chuyên gia phân tích chứng khoán với công việc dự báo cực kỳ phức tạp cũng chẳng phải là trường hợp ngoại lệ.

Tôi tin rằng có 5 yếu tố lý giải tại sao chuyên gia phân tích chứng khoán lại vướng phải khó khăn như vậy khi dự đoán tương lai. Đó là (1) tác động của các sự kiện ngẫu nhiên, (2) nguồn thu nhập được báo cáo thiếu minh bạch thông qua quy trình kế toán “sáng tạo”, (3) nhiều chuyên gia phân tích thiếu năng lực chuyên môn cơ bản, (4) các chuyên gia giỏi bị đẩy sang

làm quản lý danh mục đầu tư hoặc quản lý bán hàng chuyên nghiệp và (5) xung đột quyền lợi giữa chuyên gia phân tích chứng khoán với các tổ chức ngân hàng đầu tư lớn. Mỗi yếu tố cần được thảo luận kỹ hơn một chút.

1. Tác động của các sự kiện ngẫu nhiên

Nhiều sự kiện thay đổi quan trọng ảnh hưởng đến viễn cảnh nguồn thu của công ty xảy ra hoàn toàn ngẫu nhiên, không thể đoán trước được. Chẳng hạn, trong ngành công nghiệp dịch vụ mà tôi nhắc đến ở trên, giả sử có một nhóm công ty ổn định và đáng tin cậy nhất. Song, trên thực tế có rất nhiều sự kiện quan trọng xảy ra bất ngờ khiến việc dự đoán thu nhập của nhóm công ty này trở nên phức tạp. Trong suốt giai đoạn cuối thế kỷ XX, sự chi phối của các khoản hoa hồng trong lĩnh vực
dịch vụ công cộng gây ra nhiều bất lợi ngoài mong đợi đã khiến các công ty này không thể chuyển nhu cầu tăng trưởng nhanh thành mức lợi nhuận cao hơn. Các sự kiện nảy sinh ngoài dự tính khác cũng góp phần làm cho vấn đề phức tạp hơn. Trong thập niên 1970 và những năm đầu thế kỷ XXI, các dự đoán thường khác xa so với thực tế bởi vì chuyên gia phân tích bất lực trong việc dự đoán chi phí nhiên liệu bị đội lên cao do giá dầu quốc tế tăng đột biến. Trong thập niên 1990, giới phân tích đã không đánh giá đúng mức độ sụt giảm biên lợi nhuận của các công ty cung cấp dịch vụ điện thoại và điện dân dụng do cạnh tranh và một số quy định bị bãi bỏ. Bởi vậy, thậm chí lĩnh vực dịch vụ công cộng "ổn định" cũng được minh chứng là cực kỳ khó dự đoán.

Trong các lĩnh vực khác, công tác dự báo còn khó khăn hơn nhiều. Như đã thấy trong chương 4, dự đoán tỷ lệ tăng trưởng của một loạt công ty viễn thông và công nghệ cao vào đầu năm 2000 bị sai lệch hoàn toàn. Các quyết định về ngân sách, hợp đồng, luật pháp và quy định của chính phủ Mỹ có thể tác động mạnh tới tài sản của từng công ty. Ngoài ra, nguồn thu của công ty cũng có thể chịu ảnh hưởng tương tự từ những sự kiện như thay đổi thành viên cốt cán của ban quản lý, phát triển thành công một sản phẩm mới, phát hiện khiếm khuyết của một loại thuốc, một vụ tràn dầu nghiêm trọng, tấn công khủng bố, xuất hiện đối thủ cạnh tranh mới, cuộc chiến giá cả, thảm họa tự nhiên: lụt, bão, vv... Câu chuyện về những sự kiện xảy ra bất ngờ có ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty dường như không có hồi kết.

2. Thu nhập được báo cáo thiếu minh bạch thông qua quy trình kế toán "sáng tạo"

Có thể ví báo cáo thu nhập của một hãng giống như bộ bikini – những gì bản cáo báo phơi bày rất thú vị song lại che giấu đi phần quan trọng nhất. Enron là một trong những tập đoàn tham nhũng khéo léo nhất mà tôi từng biết, dẫn đầu trong màn trình diễn phô trương sắc đẹp về mặt này. Than ôi, Enron không phải là trường hợp độc nhất vô nhị. Trong thời kỳ thị trường tăng giá mạnh mẽ cuối những năm 1990, các công ty ngày càng bịa ra nhiều câu chuyện hấp dẫn về doanh thu và lợi nhuận cao vút hòng tạo đà đẩy giá cổ phiếu lên cao hơn.

Trong vở nhạc kịch nổi tiếng có tựa đề *The Producers* (Những nhà sản xuất thiên tài), Leo Bloom cho rằng ông có thể kiếm lời từ một phi vụ thất bại nhiều hơn là từ một phi vụ thành công. Ông tuyên bố: "Tất cả chỉ là vấn đề hoạch toán sáng tạo." Ngay lập tức, khách hàng của Bloom, Max Bialystock đã nhìn thấy tiềm năng này. Max đã lừa đảo hàng đống tiền của các góa phụ giàu có để đầu tư cho một vở nhạc kịch biểu diễn ở Broadway có tên *Springtime for Hitler* (Mùa xuân cho Hiler). Với hy vọng sẽ thất bại hoàn toàn, ông đã tiêu tất cả tiền vào mục đích

cá nhân và ngụy biện rằng sẽ chẳng có ai đặt câu hỏi số tiền đó đi đâu.

Trên thực tế, Bloom không sử dụng những thủ thuật, mánh lới được các công ty sử dụng để phóng đại nguồn thu và đánh lừa nhà đầu tư cũng như chuyên gia phân tích chứng khoán. Ở chương 3, tôi đã miêu tả bằng cách nào đế chế giặt thảm ZZZZ Best của Barry Minkow được dựng lên từ cuối những năm 1980 dựa trên bức khảm bằng hóa đơn tín dụng giả mạo và các hợp đồng không có thực. Lạm dụng mánh khóe kế toán ngày càng trở nên phổ biến hơn trong suốt những năm 1990 và đầu thế kỷ XXI. Các công ty dot.com phá sản, các tập đoàn công nghệ cao hàng đầu và thậm chí cả các công ty blue chips của nền kinh tế cũ, đều cố gắng thổi phồng lợi nhuận và đánh lạc hướng giới đầu tư. Khi thôi giữ chức chủ tịch của ủy ban SEC năm 2001, Arthur Levitt đã cảnh báo "Từ trước đến nay chúng ta chưa bao giờ thấy có nhiều bằng chứng về các trò bịp bợm, lừa đảo [kế toán] như bây giờ."

Sau đây là một số ví dụ nhỏ minh họa cách thức các công ty thường kéo giãn nguyên tắc kế toán như miếng kẹo kéo để đánh lừa giới phân tích và công chúng, và làm ra vẻ như đó là tình hình kinh doanh thật của họ.

· Tháng 9 năm 2001, Enron và Qwest cần phải chứng minh doanh thu và lợi nhuận của hai tập đoàn này đang tăng lên nhanh chóng. Họ đã nghĩ ra một cách rất tuyệt vời để các báo cáo tài chính trông có vẻ như hoạt động kinh doanh vẫn tiến triển rất tốt. Họ trao đổi dung lượng mạng cáp quang với giá bị thổi phồng lên là 500 triệu đô-la và mỗi công ty đều ghi vụ giao dịch này vào doanh thu của họ. Mánh khóe này giúp thổi phồng lợi nhuận và che đậy tình hình sa sút của cả hai công ty. Qwest vốn đã có dung lượng dư thừa, và với một lượng lớn sợi quang tràn ngập trên thị trường, việc định giá trên hoạt động giao dịch không mang tính thuyết phục.

· Motorola, Lucent và Nortel đều nâng doanh thu và lợi nhuận lên bằng cách cho khách hàng vay một lượng lớn. Nhiều tài khoản nợ trong số này không thể thu hồi được và buộc phải xóa bỏ sau đó.

· Xerox đẩy lợi nhuận ngắn hạn của hãng lên bằng cách cho phép các chi nhánh ở Châu Âu, Mỹ Latinh và Canada ghi sổ tất cả các khoản tiền mặt cần phải thanh toán để thuê máy photocopy trong nhiều năm thành doanh thu một lần.

· "Chainsaw Al" Dunlap, CEO tập đoàn Sunbeam - tập đoàn cần phải tăng doanh thu cho quý IV nhằm đáp ứng yêu cầu của Phố Wall về mức tăng trưởng lợi nhuận đều đặn, đã nảy ra một ý tưởng rất khôn ngoan là thuyết phục các hãng bán lẻ mua vỉ nướng ngoài trời vào giữa mùa đông. Chainsaw cũng dỗ ngon ngọt hãng bán lẻ bằng cách cho phép họ thanh toán chậm đến mùa xuân năm sau đồng thời ông sẽ lo liệu để tất cả số vỉ nướng đã mua sẽ được giữ trong kho của Sunbeam. Cuối cùng, khi bị lộ mánh Dunlap bỏ trốn để lại đống đổ nát bị chia năm sẻ bảy, cuối cùng bị vỡ nợ.

· Eastman Kodak đã lợi dụng phương thức xóa nợ kế toán "rùm beng". Kodak đã thu 6 khoản phí "bất thường" trong suốt những năm 1990 tổng cộng lên đến 4,5 tỷ đô-la, tương đương với tổng lợi nhuận của công ty trong 8 năm trước đó. Bằng cách thanh lý chi phí trong nhiều năm cùng một lúc, công ty có thể làm cho viễn cảnhnguồn thu tương lai sáng sủa hơn nhiều. Việc này giống như một người thanh toán trước tiền thế chấp của nhiều năm, sau đó tuyên bố rằng lợi nhuận của mình đã tăng lên.

·   Vẫn còn một mánh khóe khác: Quỹ hưu trí trở thành vật thí mạng. Giai đoạn cuối thập niên 1990, có nhiều công ty ước tính rằng quỹ hưu trí của họ đã quá dư thừa, vì vậy quyết định xóa bỏ các khoản đóng góp của công ty cho quỹ hưu trí, nhờ đó nâng lợi nhuận lên cao hơn. Thông thường, các khoản tiền lãi như vậy được che giấu ở phần ghi chú cuối trang. Khi thị trường phải hứng chịu đợt sụt giá mạnh trong những năm đầu thế kỷ XXI, các công ty phát hiện ra rằng thực ra quỹ hưu trí của họ đã bị thâm hụt và những gì nhà đầu tư tưởng là lợi nhuận bền vững hóa ra chỉ là nhất thời.

Vấn đề chính mà chuyên gia phân tích gặp phải khi tìm hiểu lợi nhuận hiện tại và dự đoán mức nguồn thu tương lai của công ty là báo cáo thu nhập dự tính - pro forma earnings - trái ngược với thu nhập thực tế tính theo theo nguyên tắc kế toán được chấp nhận rộng rãi (GAAP). Trong báo cáo thu nhập dự tính, công ty thường lờ đi một số khoản chi phí được coi là bất thường; trên thực tế chẳng có quy định hay văn bản hướng dẫn nào cả. Báo cáo thu nhập dự tính thường được gọi là “thu nhập không tính các khoản chi xấu”, do đó cho phép các công ty loại trừ bất kỳ chi phí nào mà họ cho là “đặc biệt”, “bất thường” và “tính một lần.” Tùy thuộc vào loại chi phí bị lờ đi không đúng cách, công ty có thể đưa ra bản báo cáo thổi phồng lợi nhuận lên đáng kể. Vậy nên chuyên gia phân tích chứng khoán thường gặp vô vàn khó khăn khi dự đoán các nguồn thu tương lai.

3. Nhiều chuyên gia phân tích thiếu năng lực chuyên môn cơ bản

Nói thẳng ra là có nhiều chuyên gia phân tích chứng khoán không am hiểu sâu sắc và cũng chẳng cực kỳ giỏi giang, thạo việc. Tôi đã sớm nhận ra điều này ngay từ khi còn là một sinh viên thực tập ở Phố Wall. Để hiểu được các kỹ thuật của chuyên gia, tôi đã cố gắng sao chép bản phân tích của một chuyên gia phân tích về lĩnh vực kim loại tên là Louie. Louie đã tính được rằng giá đồng cứ tăng 10 xu, thì thu nhập của một nhà sản xuất đồng sẽ tăng lên 1 đô-la/cổ phần. Bởi vì ông kỳ vọng giá đồng sẽ tăng 1 đô-la, ông lập luận rằng loại cổ phiếu này “một ứng cử viên mua vào có sức hấp dẫn kỳ lạ.”

Khi tính toán lại, tôi phát hiện ra rằng Louie đã đặt nhầm dấu thập phân. Khi giá đồng tăng 10 xu, thu nhập cũng chỉ tăng 10 xu chứ không phải 1 đô-la. Khi tôi nói cho Louie biết điều này (đinh ninh rằng ông sẽ đính chính ngay lập tức), ông chỉ nhún vai và tuyên bố: “À, ý kiến tư vấn sẽ có vẻ thuyết phục hơn nếu chúng ta để nguyên bản báo cáo như vậy.” Rõ ràng chú ý đến từng chi tiết không phải là sở trường của chuyên gia này.

Việc Louie không chú ý đến các tiểu tiết chứng tỏ ông thiếu hiểu biết về lĩnh vực mà ông đang nghiên cứu. Song ông không phải là trường hợp duy nhất. Trong một bài viết đăng trên tạp chí *Barron's* đầu năm 2000, tiến sỹ Lloyd Kriezer, một bác sỹ phẫu thuật thẩm mỹ, đã nghiên cứu một số báo cáo của các chuyên gia công nghệ sinh học. Kriezer đặc biệt chú ý đến dữ liệu phân tích liên quan đến các công ty công nghệ sinh học đang phát triển da nhân tạo để sử dụng trong hoạt động điều trị vết thương vĩnh viễn và bỏng nặng – lĩnh vực ông nắm vững kiến thức chuyên môn. Ông nhận thấy chẩn đoán của các chuyên gia phân tích về các loại cổ phiếu khác xa so với tình hình thực. Đầu tiên, ông bổ sung giả thiết dự báo về thị phần được của các công ty đang cạnh tranh. Thị phần được dự đoán của năm công ty công nghệ sinh học đang cạnh tranh trên thị trường da nhân tạo cộng lại vượt quá 100%. Ngoài ra, dự đoán của các chuyên gia về quy mô tuyệt đối của thị trường tiềm năng không liên hệ nhiều với dữ liệu về số lượng

nạn nhân bỏng thật sự, mặc dù có thể dễ dàng thu thập được chính xác số liệu này. Bên cạnh đó, trong quá trình nghiên cứu nhiều báo cáo phân tích khác nhau về các công ty, tiến sỹ Kriezer đã rút ra kết luận "Rõ ràng họ chẳng hiểu tý gì về lĩnh vực này." Kết luận khiến chúng ta nhớ tới câu hỏi của huấn luyện viên bóng chày huyền thoại Casey Stengel: "Có ai ở đây không biết chơi trò này?"

Nhiều chuyên gia "thi đua" với Louie, thường quá lười nên không thể tự đưa ra dự đoán về lợi nhuận, và thích sao chép kết quả dự báo của các chuyên gia khác hay nuốt vội vàng "văn bản hướng dẫn" được các ban quản lý tập đoàn công bố mà thậm chí chẳng buồn nhai. Sau đó, thật dễ dàng biết được người nào bị quy trách nhiệm nếu có vấn đề không hay xảy ra. Thậm chí bạn còn dễ dàng mắc sai lầm hơn khi tất cả đồng nghiệp đồng tình với bạn.

Tôi không có ý ám chỉ rằng phần lớn các chuyên gia ở Phố Wall chẳng làm gì ngoài việc nhắc lại như một con vẹt những gì các ban quản lý cho họ biết. Song tôi muốn nhấn mạnh rằng chỉ một chuyên gia trung bình cũng là một người khá thông minh, được trả lương cao, thực hiện một công việc cực kỳ khó khăn theo cách tương đối tầm thường. Chuyên gia phân tích thường bị làm cho mất phương hướng, đôi khi cẩu thả, tùy tiện, tự cao tự đại và thỉnh thoảng cũng phải chịu những áp lực giống như mọi người khác. Nói tóm lại, họ là những người hết sức bình thường.

4. Các chuyên gia giỏi bị đẩy sang quản lý danh mục đầu tư, quản lý bán hàng chuyên nghiệp hoặc quỹ đầu cơ

Lý do thứ tư tôi đưa ra để chống lại các chuyên gia phân tích cổ phiếu có lẽ hơi ngược đời: Nhiều chuyên gia phân tích chứng khoán xuất sắc không được trả lương để phân tích chứng khoán. Họ thường giữ chức quản lý bán hàng nhiều quyền hành, hoặc được thăng chức lên vị trí uy tín – nhà quản lý danh mục đầu tư.

Các hãng môi giới tự hào về khả năng nghiên cứu thành thạo của mình thường tỏ ra tôn trọng khách hàng bằng cách gửi một chuyên gia phân tích chứng khoán đi kèm với nhân viên bán hàng bình thường đến chào hàng tại một thể chế tài chính. Nhà đầu tư tổ chức muốn nghe về ý tưởng đầu tư mới từ nguồn tin đáng tin cậy, vì vậy nhân viên bán hàng bình thường luôn lùi lại ra sau và nhường lời cho chuyên gia phân tích. Do đó, phần lớn chuyên gia có tài ăn nói nhận thấy thời gian của họ được dùng vào việc tư vấn cho khách hàng thuộc các tổ chức, chứ không phải là làm việc với báo cáo tài chính.

Trong những năm đầu thế kỷ XXI, nhiều chuyên gia bị lôi kéo từ bỏ công việc nghiên cứu để chuyển sang những vị trí được trả lương hậu hĩnh trong ban quản lý danh mục vốn hoặc làm việc cho quỹ đầu cơ. Một trong những chuyên gia phân tích nổi tiếng ở Phố Wall, Barbon Biggs đã rời tập đoàn Morgan Stanley vào năm 2003 để thành lập quỹ đầu cơ tư nhân. Ông đã viết lại những trải nghiệm thú vị của mình trong cuốn *Hedgehogging*."Quản lý tiền" ở vị trí người quản lý danh mục đầu tư hay quỹ đầu cơ thú vị hơn, có uy tín hơn và được trả hậu hơn nhiều so với làm công tác tư vấn ở vị trí nhân viên phân tích chứng khoán. Điều này lý giải tại sao nhiều chuyên gia phân tích chứng khoán có uy tín không gắn bó lâu dài với công việc của họ.

5. Xung đột quyền lợi giữa chuyên gia phân tích chứng khoán với các tổ chức ngân hàng đầu tư và nghiên cứu

Mục đích của chuyên gia phân tích là "mở" càng nhiều két tiền càng tốt, và két tiền đầy nhất mà công ty môi giới lớn tìm thấy là tổ chức ngân hàng đầu tư. Tuy nhiên, trước đây mọi chuyện không giống như vậy. Trong thập niên 1970, trước khi phí hoa hồng cố định bị bãi bỏ và chưa xuất hiện hãng môi giới "chiết khấu", hoạt động môi giới nhỏ lẻ chịu trách nhiệm thanh toán hóa đơn và chuyên gia phân tích cảm thấy họ thật sự làm việc cho khách hàng – nhà đầu tư cá nhân cũng như nhà đầu tư tổ chức. Thế nhưng trung tâm lợi nhuận đó đánh mất dần vai trò quan trọng của mình bằng các khoản phí hoa hồng cạnh tranh. Mỏ vàng duy nhất còn lại chính là hoạt động bao tiêu cổ phiếu mới phát hành của các hãng vừa xuất hiện hoặc đang hoạt động (mức phí có thể lên đến hàng trăm triệu đô-la) và tư vấn các hãng về việc mượn cơ sở, tái thiết, mua bán doanh nghiệp... Bởi vậy "mở két tiền" có nghĩa là giúp hãng môi giới dụ dỗ và chăm sóc khách hàng là tổ chức ngân hàng. Và đây chính là căn nguyên làm nảy sinh xung đột. Tiền lương và thưởng của chuyên gia phân tích được xác định một phần dựa vào vai trò của họ trong việc hỗ trợ bộ phận bao tiêu. Khi những mối quan hệ kinh doanh như vậy tồn tại, các nhà phê bình nhấn mạnh, chuyên gia phân tích trở thành một công cụ của tổ chức ngân hàng đầu tư.

Một biểu hiện cho mối quan hệ khăng khít giữa chuyên gia phân tích chứng khoán với tổ chức ngân hàng đầu tư chính là lượng ý kiến đề xuất bán ra thường rất ít. Luôn luôn tồn tại sự mất cân bằng trong tỷ lệ ý kiến đề xuất bán ra so với đề xuất mua vào bởi vì các chuyên gia phân tích không muốn làm mếch lòng các công ty mà họ đang hỗ trợ. Khi nguồn thu từ hoạt động ngân hàng đầu tư trở thành nguồn lợi nhuận chính của các hãng môi giới lớn, chuyên gia phân tích thậm chí được trả lương để làm tăng giá cổ phần thay vì phân tích chính xác. Trong một phi vụ rùm beng, chuyên gia cổ phiếu đã cả gan đề xuất nên bán trái phiếu của Trum Taj Mahal bởi vì có nhiều khả năng trái phiếu này không để trả được lãi suất, ông đã bị sa thải ngay sau khi Donald Trump buông ra những lời đe dọa trả đũa về mặt pháp lý. (Về sau, đúng là trái phiếu này bị vỡ nợ thật.) Đây hoàn toàn không phải là trường hợp cá biệt. Một chuyên gia của hãng BNP Paribas kể rằng ông đã bị buộc thôi việc sau khi đưa ra ý kiến đề xuất bán cổ phiếu của Enron. Vậy nên chẳng có gì ngạc nhiên khi hầu hết các chuyên gia phân tích loại bỏ tất cả nhận xét không tốt có thể làm mếch lòng khách hàng là tổ chức ngân hàng đầu tư hiện tại và tiềm năng của họ. Trong những năm 1990, tỷ lệ đề xuất bán ra so với đề xuất mua vào lên tới mức 100/1, đặc biệt là các hãng môi giới có quan hệ làm ăn lớn với tổ chức ngân hàng đầu tư.

Đúng như vậy, khi một chuyên gia phân tích nói "bán", có thể ông muốn ám chỉ "giữ", và khi ông nói "giữ" cũng có khả năng đó chỉ là cách nói lái đi cụm từ "tống khứ ngay đống rác rưởi đó đi càng sớm càng tốt." Song nhà đầu tư không cần phải tham dự một khóa học về phân tích cấu trúc ngữ nghĩa để hiểu những ý kiến đề xuất, và thật đáng tiếc phần lớn nhà đầu tư cá nhân ngây ngô đã nghe theo lời của chuyên gia phân tích theo đúng nghĩa đen trong thời kỳ bong bóng Internet.

Có một bằng chứng thuyết phục cho thấy ý kiến đề xuất của chuyên gia phân tích bị bóp méo đi do mối quan hệ mang lại nhiều lợi nhuận giữa hãng môi giới và tổ chức ngân hàng đầu tư. Một số nghiên cứu đã đánh giá độ chính xác của các lựa chọn cổ phiếu do chuyên gia phân tích đưa ra. Brad Barber ở trường Đại học California đã nghiên cứu tính hiệu quả của các ý kiến đề xuất "mua mạnh" do chuyên gia ở Phố Wall cung cấp và phát hiện hóa ra cụm từ đó ám chỉ "thảm họa." Trên thực tế, gợi ý "mua mạnh" của chuyên gia thấp hơn mong đợi của thị trường chung khoảng 3%/tháng, trong khi gợi ý "bán ra" cao hơn mong đợi 3,8%/tháng. Tồi tệ hơn,

nhóm nghiên cứu ở Dartmouth và Cornell phát hiện ra những hãng môi giới ở Phố Wall không có quan hệ gì với tổ chức ngân hàng đầu tư thường đưa ra ý kiến đề xuất tốt hơn rất nhiều so với những hãng có quan hệ làm ăn kiếm lời từ khách hàng là tổ chức ngân hàng đầu tư. Nghiên cứu của trang web Investors.com cũng phát hiện ra trung bình nhà đầu tư bị thua lỗ trên 50% khi họ nghe theo lời khuyên của chuyên gia phân tích làm việc cho một hãng môi giới ở Phố Wall có nắm quyền điều hành hoặc đồng điều hành IPO của loại cổ phiếu được đề xuất. Về cơ bản, chuyên gia phân tích được trả lương để chào bán cổ phiếu của các khách hàng đã được hãng môi giới bao tiêu. Bởi vậy các chuyên gia phải quỵ luỵ những người nuôi sống họ.

Năm 2002, viên chưởng lý bang New York, Eliot Spitzer đã tìm thấy một bằng chứng rõ ràng. Trong khi Henry Blodgett và các chuyên gia khác của hãng Merrill Lynch đưa ra đề xuất chính thức về một số cổ phiếu Internet và Nền kinh tế mới, thì chính nhóm chuyên gia này khi trao đổi email lại dè bỉu, miệt thị các cổ phiếu đó như là "đồ bỏ đi", là "con chó" hay là loại cổ phiếu chẳng hấp dẫn tí nào. Merrill không bị kết án song phải dàn xếp với bang New York và một số bang khác, chịu bồi thường khoản tiền là 100 triệu đô-la. Merrill cũng hứa hẹn sẽ tiến hành một số cải cách cụ thể chẳng hạn như không trực tiếp gán mức lương của chuyên gia cổ phiếu với doanh thu từ nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, làm rõ đề xuất cổ phiếu, và phơi bày các nguy cơ xung đột lợi ích tiềm ẩn. Chẳng bao lâu sau, một số hãng khác như Goldman Sachs và Smith Barney cũng đi theo đường lối của Merrill.

Hiện nay tình hình đã được cải thiện đôi chút. Đề xuất "bán ra" rõ ràng, cụ thể ngày càng phổ biến hơn, mặc dù khuyến nghị "mua vào" vẫn được ưu tiên hơn. Tuy nhiên đạo luật Sarbanes-Oxley[17] được thông qua sau một số vụ tai tiếng liên quan đến bong bóng Internet khiến công việc của chuyên gia phân tích khó khăn hơn nhiều bởi vì đạo luật hạn chế phạm vi, lĩnh vực quan chức tài chính của công ty có thể trao đổi với chuyên gia phân tích của Phố Wall. Ủy ban SEC cũng ban hành chính sách "công khai bình đẳng" trong đó quy định thông tin liên quan đến công ty phải được công bố rộng rãi ngay lập tức trên khắp thị trường. Mặc dù chính sách đó có thể giúp thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả hơn, tuy nhiên nhiều chuyên gia phân tích bất bình coi đây là một biện pháp "chẳng công khai gì hết." Chuyên gia phân tích chứng khoán không còn có đặc quyền nắm bắt sớm nguồn thông tin, bởi vậy chẳng có lý gì khi tin rằng ý kiến tư vấn, đề xuất của chuyên gia phân tích sẽ cải thiện trong tương lai.

Chuyên gia phân tích chứng khoán có giành phần thắng hay không? – Hiệu suất của quỹ đầu tư

Khi viết đến phần này, gần như tôi có thể nghe thấy những tiếng đồng thanh nói rằng: "Bài kiểm tra thật sự về một chuyên gia phân tích nằm ở hiệu suất của cổ phiếu mà chuyên gia đó đề xuất". Có lẽ "Louie cẩu thả", chuyên gia phân tích kim loại "đồng", đã nhầm lẫn khi dự báo lợi nhuận của hãng sản xuất đồng với dấu thập phân bị đặt nhầm, song nếu cổ phiếu ông đề xuất thật sự mang lại lợi nhuận cho khách hàng, chắc chắn việc không chú ý đến các chi tiết sẽ được bỏ qua. Tiếng đồng thanh vẫn tiếp tục ngân vang: "Phân tích hiệu suất đầu tư chứ không phải là dự báo nguồn thu."

May thay, số liệu của một nhóm chuyên gia – các quỹ đầu tư – được công khai rộng rãi. Thậm chí củng cố nhiều hơn cho luận điểm của tôi, có nhiều người (cả nam giới lẫn nữ giới) hoạt động trong các quỹ này là chuyên gia phân tích và nhà quản lý danh mục đầu tư xuất sắc nhất.

Như họ đã từng thừa nhận, rõ ràng họ có thể kiếm về những khoản lãi nhiều hơn mức trung bình. Và như lời bình luận của một giám đốc quản lý đầu tư đưa ra cách đây không lâu "Phải mất rất nhiều năm nữa để mặt bằng chung về trình độ được nâng lên đến mức có thể làm lu mờ sự vượt trội đáng kinh ngạc của nhà quản lý đầu tư tài giỏi, tháo vát như hiện nay."

Lời phát biểu kiểu này chỉ khiêu khích những nhóm người kiêu ngạo trong giới học thuật. Với nguồn dữ liệu sẵn có phong phú, vô khối thời gian để mày mò nghiên cứu cộng với ham muốn mãnh liệt chứng tỏ đẳng cấp vượt trội của giới học thuật trong những vấn đề này, thật không có gì ngạc nhiên khi giới học thuật đổ dồn sự chú ý vào hiệu suất của quỹ đầu tư.

Một lần nữa, bằng chứng thu được từ những nghiên cứu khác nhau có sự thống nhất kỳ lạ. Với quỹ đầu tư trung bình, nhà đầu tư cũng không thể đạt hiệu quả cao hơn so với việc mua và nắm giữ chỉ số cổ phiếu đa dạng không được quản lý. Nói cách khác, về lâu về dài, danh mục đầu tư của quỹ đầu tư cũng không cho hiệu suất cao hơn nhóm cổ phiếu được lựa chọn ngẫu nhiên. Mặc dù các quỹ này có thể đạt được thành tích xuất sắc trong những khoảng thời gian ngắn nhất định, tuy nhiên nhìn chung đều không duy trì được phong độ đó và cũng chẳng có cách nào dự đoán được quỹ sẽ hoạt động ra sao tại bất kỳ thời điểm nào trong tương lai.

Bảng dưới đây cho thấy lợi nhuận của một quỹ đầu tư cỡ trung bình với vốn cổ phần trong các giai đoạn khác nhau cho đến hết ngày 31/ 12/ 2005. Để phục vụ mục đích so sánh, chỉ số S&P 500 – chỉ số chứng khoán được sử dụng để đại diện cho thị trường. Những giai đoạn khác nhau cho kết quả giống nhau, và ngay cả quản lý quỹ đầu tư cũng như quỹ hưu trí kết quả cũng không chênh nhau nhiều. Đơn giản mua và nắm giữ cổ phiếu theo chỉ số thị trường đa dạng là một chiến lược mà người quản lý danh mục đầu tư chuyên nghiệp không dễ gì hạ gục được.

Bảng 7.1: So sánh Quỹ đầu tư và Chỉ số thị trường

	Tổng lợi nhuận trung bình (%) tại ngày 31/12/2005	
	10 năm	*20 năm*
Quỹ có vốn cổ phần lớn	7,62%	10,54%
Chỉ số S&P 500	9,07	11,94
Lợi thế S&P 500	1,45	1,40

Bên cạnh bằng chứng khoa học đã thu thập được, có nhiều thử nghiệm (được tiến hành không chính thức) đã xác nhận kết quả này. Chẳng hạn, đầu những năm 1990, tờ *Wall Street Journal* đã phát động cuộc thi ném phi tiêu trong đó mỗi tháng danh mục lựa chọn cổ phiếu của bốn chuyên gia được đọ sức với danh mục lựa chọn của bốn người ném phi tiêu. *Nhật báo* đã ưu ái trao cho tôi quyền phi tiêu trong cuộc thi đầu tiên. Đến đầu thế kỷ XXI, các chuyên gia có vẻ

như vượt trội hơn một chút. Tuy nhiên, nếu thành tích của các chuyên gia được tính kể từ ngày danh mục lựa chọn của họ và danh tính của thành viên tham gia cuộc chơi được đăng tải trên *Nhật báo* (thay vì tính từ ngày trước đó), những người ném phi tiêu thật sự dẫn điểm cao hơn một chút. Phải chăng cổ tay (phi tiêu) khôn ngoan hơn bộ não? Có lẽ là không, song tôi nghĩ tạp chí *Forbes* đã đặt ra một câu hỏi hết sức hợp lý khi một nhà báo kết luận: "Có vẻ như sự kết hợp giữa yếu tố may mắn và sự lười biếng đã đánh bại bộ não."

Làm sao điều này có thể xảy ra? Hàng năm người ta vẫn đọc bảng xếp hạng thành tích của quỹ đầu tư và luôn tìm thấy có rất nhiều quỹ vượt trội hơn chỉ số trung bình – một số quỹ còn có thành tích nổi bật đáng kể. Vấn đề là các thành tích đó không được duy trì ổn định. Cũng giống như mức tăng trưởng nguồn thu quá khứ không thể dự đoán về nguồn thu tương lai, thì thành tích trong quá khứ của một quỹ đầu tư không giúp ích gì cho việc dự đoán kết quả tương lai. Ngay cả ban quản lý quỹ cũng chịu tác động của những sự kiện ngẫu nhiên: số lượng thành viên có thể tăng nhưng lại trở nên lười biếng hơn, thậm chí có thể tan rã. Phương pháp đầu tư đem lại hiệu quả vượt trội ở giai đoạn này có thể dễ dàng cho kết quả dở tệ ở thời kỳ tiếp theo. Khó tránh khỏi đi đến kết luận rằng một nhân tố tối quan trọng khi xác định xếp hạng thành tích chính là người bạn cũ của chúng ta: Thần May mắn

Không phải gần đây người ta mới rút ra kết luận này. Thực ra, chân lý đó đã được củng cố trong suốt 40 năm qua – một giai đoạn chứng khiến sự chuyển biến to lớn trên thị trường cũng như trong tỷ lệ cổ phiếu do công chúng nắm giữ. Không biết bao nhiêu lần, các quỹ ngày hôm qua còn là ngôi sao nổi tiếng bỗng chốc biến thành thảm họa của ngày hôm nay. Ở giai đoạn cuối thập niên 1960, các quỹ đầu cơ với những tay súng trẻ đã thu được kết quả đáng nể và nhà quản lý quỹ được ca tụng như ngôi sao thể thao. Thế nhưng khi thị trường sụt giá từ năm 1969 đến 1976, họ bị quay ra chỉ trích nặng nề. Các quỹ hàng đầu trong năm 1968 có thành tích hết sức thảm thại.

Chẳng hạn quỹ Mates Fund giữ vị trí số 1 năm 1968. Đến cuối năm 1974, quỹ này đã mất đến 93% giá trị của năm 1968, và Fred Mates cuối cùng cũng phải thừa nhận thất bại. Ông rút chân khỏi giới đầu tư để mở một quán bar dành cho người độc thân ở thành phố New York cũng được đặt tên là Mates. Trên thực tế, hầu hết các quỹ có thành tích xuất sắc cuối thập niên 1960 đều bị phá sản vào giữa thập niên 1970.

Trong ấn bản đầu tiên của cuốn sách này, tôi có đưa ra minh họa điển hình về giai đoạn cuối thập niên 1960. Kết quả vẫn tương tự theo thời gian. Bảng dưới đây cho thấy thành tích từ năm 1980 đến 1990 của 20 quỹ vốn nắm giữ vị trí hàng đầu thời kỳ 1970-1980. Một lần nữa, chúng ta lại thấy chẳng có thành tích nào được duy trì ổn định. Nhiều quỹ dẫn đầu ở thập niên 1970 bị xếp ở vị trí gần chót bảng trong những năm 1980. Mặc dù 20 quỹ hàng đầu đã tăng gần gấp đôi lợi nhuận trung bình trong những năm 1970 (19,0% so với 10,4%), song chính các quỹ đó lại có thành tích tồi tệ hơn mức trung bình ở thập niên tiếp theo (11,1% so với 11,7%). Tuy nhiên, có một trường hợp ngoại lệ đáng chú ý. Quỹ Magellan Fund do Peter Lynch quản lý duy trì thành tích nổi trội ở cả thập niên 1970 và 1980. Nhưng Lynch nghỉ hưu năm 1990 ở tuổi 46 và chúng ta không bao giờ biết được liệu rằng ông có thể tiếp tục đánh bại "khu phố" hay không.

Bảng 7.2: Thành tích ở thập niên 1980 của 20 quỹ vốn cổ phần hàng đầu của thập niên 1970

	Lợi nhuận trung bình hàng năm	
	Thập niên 1970	*Thập niên 1980*
20 quỹ hàng đầu của thập niên 1970	+ 19,0%	+ 11,1%
Chỉ số trung bình của tất cả quỹ cổ phần	+ 10,4%	+ 11,7%

Nếu bạn nghĩ bức tranh sẽ thay đổi trong thập niên 1990, bảng dưới đây cho thấy thành tích nổi trội của 20 quỹ đầu tư hàng đầu ở những năm 1980 bên cạnh đó là những số liệu chứng tỏ sự sa sút của chính các quỹ này ở thập niên 1990. Kết quả giống nhau một cách đáng lo ngại. Xin hãy chú ý rằng trong khi nhóm 20 quỹ hàng đầu ở thập niên 1980 có tỷ lệ lợi nhuận là 18%/năm, thì tốp 20 quỹ dẫn đầu trong những năm 1970 chỉ đạt được 11,1%/năm. Các tạp chí tài chính vẫn tiếp tục tán dương những nhà quản lý quỹ đầu tư gần đây mang lại mức lợi nhuận cao hơn trung bình. Miễn là vẫn tồn tại chỉ số trung bình, chắc chắn sẽ có một vài nhà quản lý đạt được thành tích xuất sắc. Tuy nhiên thành tích tốt ở giai đoạn này không dự đoán thành tích tương tự ở giai đoạn tiếp theo.

Bảng 7.3: Thành tích ở thập niên 1990 của 20 quỹ vốn cổ phần hàng đầu của thập niên 1980

	Lợi nhuận trung bình hàng năm	
	Thập niên 1980	*Thập niên 1990*
20 quỹ hàng đầu của thập niên 1980	+ 18,0%	+ 13,7%
Chỉ số S&P 500	+ 14,1%	+ 14,9%

Vẫn còn có một ví dụ ấn tượng hơn về các quỹ góp vốn cổ phần chung có thành tích vượt trội. Trong suốt sáu năm cuối thập niên 1990, có 20 quỹ “nóng” nhất thiết lập được tỷ lệ lợi nhuận trung bình là hơn 30%, cao hơn rất nhiều so với tỷ lệ của thị trường. Đó là những nhà quản lý quỹ “thiên tài” mà kênh CNBC tha thiết mời lên phỏng vấn, thường xuyên xuất hiện trong các bài báo đăng tải trên tạp chí đầu tư. Trên thực tế, các quỹ này chỉ đơn giản chất đầy danh mục đầu tư của họ với các cổ phiếu Nền kinh tế mới. Họ đẩy bong bóng Internet bay lên cao, song khi bong bóng vỡ tung, họ cũng sụp đổ theo. Nhìn chung, trong sáu năm đầu thế kỷ XXI, kết quả

hoạt động của các quỹ này tệ hại hơn rất nhiều so với thị trường nói chung. Nhà đầu tư đã ngộ ra rằng kiếm lãi 100% trong năm nay và lỗ 50% trong năm kế tiếp sẽ đưa họ trở lại đúng vạch xuất phát. Nói chung, giới đầu tư đã bị thua lỗ nặng nề trong các quỹ này trong giai đoạn đầu thế kỷ XXI.

Bảng 7.4: Gặp rắc rối vì quỹ nóng

	12/1993-12/1999		*12/1999-12/2005*	
Tên quỹ	*Xếp hạng**	*Lợi nhuận trung bình năm (%)*	*Xếp hạng**	*Lợi nhuận trung bình năm (%)*
RS Inv: Emerg Gr	1	37,54	410	-9,35
Janus Mercury	2	35,92	397	-8,11
Fidelity New Millennium	3	35,82	229	-0,48
Janus Twenty	4	34,89	394	-7,72
Fidelity Aggr Grow	5	32,70	422	-15,67
Van Kampen Emerg Gro;A	6	31,94	403	-8,47
Janus Enterprise	7	31,15	414	-9,58
Legg Mason Value Tr; Prm	8	31,11	167	2,45
Van Kampen Emerg Gro; B	9	30,90	409	-9,17
TA IDEX; Janus Gro;T	10	30,21	396	-8,00
Janus Venture	11	29,97	387	-7,02

TA IDAX Janue Gro; A	12	29,85	401	-8,39
Morg Stan Inst: MCG; I	13	29,47	253	-1,22
Putnam OTC Emerg Gro; A	14	29,10	424	-19,25
Phoenix Mid-Cap Gro; A	15	29,10	402	-8,41
Janus Growth & Income	16	28,43	250	-1,13
Harbor: Cap Apprec; Inst	17	28,38	341	-4,28
Fidelity OTC	18	28,16	371	-6,18
USAA Aggr Growth	19	27,84	405	-8,51
Putnam New Oppty; A	20	27,68	407	-8,81
Lợi nhuận S&P 500		**23,55**		**-1.13**

* Xếp hạng của 424 quỹ có tài sản tối thiểu là 100 triệu đô-la tại tháng 12/1995

Trong bất kỳ hoạt động nào có nhiều người tham gia, mặc dù có nhiều khả năng quy tắc bình quân sẽ chiếm ưu thế, nhưng vẫn có thể xảy ra sự kiện bất ngờ. Chỉ có một số lượng rất ít các quỹ có thành tích cực kỳ xuất sắc mà chúng ta tìm thấy trong lĩnh vực quản lý đầu tư hoàn toàn không mâu thuẫn với quy luật ngẫu nhiên. Thực tế là như tôi đã nêu trên, thành tích nổi bật trong quá khứ của một quỹ đầu tư nhìn chung không giúp ích cho việc dự đoán thành tích trong tương lai và sự thực này càng củng cố cho luận điểm của tôi.

Có lẽ cần phải giới thiệu qua về quy luật ngẫu nhiên. Chúng ta hãy thử tham gia vào cuộc thi tung đồng xu. Những người tung được nhiều lần mặt ngửa sẽ trở thành người thắng cuộc. Cuộc thi bắt đầu và có 1.000 người tham dự tung đồng xu. Như chúng ta có thể kỳ vọng theo quy luật

ngẫu nhiên, có 500 người tung được mặt ngửa, đi tiếp vào vòng hai của cuộc thi và lại tung đồng xu. Như kỳ vọng, 250 người chơi tung được mặt ngửa. Tiếp tục tuân theo quy luật ngẫu nhiên, sẽ có 125 thắng cuộc ở vòng 3, 63 người ở vòng 4, 31 người ở vòng 5, 16 người ở vòng 6 và 8 người ở vòng 7.

Đến lúc này, đám đông bắt đầu xúm lại để chứng kiến khả năng đáng ngạc nhiên của các chuyên gia tung đồng xu. Người thắng cuộc chìm đắm trong những lời nịnh hót, tán dương. Họ được tung hô là những thiên tài trong nghệ thuật tung đồng xu, những cuốn tiểu sử về người thắng cuộc bắt đầu ra lò, và mọi người vội vã tìm kiếm lời khuyên của họ. Như vậy, có 1.000 người tham dự cuộc thi và chỉ có 8 người luôn tung được mặt ngửa. Trò chơi lại tiếp tục và một số người tham dự cuối cùng tung được 9 và 10 lần mặt ngửa liêp tiếp nhau[18]. Việc chỉ ra đặc điểm tương đồng này không nhằm mục đích ám chỉ nhà quản lý quỹ đầu tư có thể hoặc nên đưa ra quyết định bằng cách tung đồng xu mà mục đích chính là muốn khẳng định luật ngẫu nhiên đóng vai trò nhất định và chúng ta có thể lý giải những câu chuyện thành công đáng kinh ngạc.

Chính tính chất của chỉ số bình quân là nhân tố mà một số nhà đầu tư sẽ đánh bại. Với nhiều người tham gia cuộc chơi "kiếm tiền", yếu tố ngẫu nhiên đã, đang và sẽ giải thích một số thành tích phi thường. Những thành công thất thường khi lựa chọn danh mục cổ phiếu khiến tôi nhớ đến câu chuyện về một bác sỹ tuyên bố ông đã phát triển thành công phương pháp điều trị bệnh ung thư ở gà. Ông tự hào khẳng định rằng 33% số gà được xét nghiệm đã có những tiến triển đáng kể. Tuy nhiên ông thừa nhận 1/3 số gà khác dường như không có chuyển biến gì. Sau đó, khá ngượng ngùng nói thêm "Và tôi e rằng con gà thứ ba đã chết mất rồi."

Mặc dù nội dung bàn luận ở phần trên tập trung vào quỹ đầu tư, tuy nhiên không nên mặc định rằng quỹ hoạt động tồi tệ nhất đơn giản là do các nhà quản lý đầu tư. Trên thực tế, quỹ đầu tư vẫn có thành tích khá hơn một chút so với thành tích của nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp khác. Các chuyên gia cũng đã tiến hành nghiên cứu bảng thành tích của các công ty bảo hiểm nhân thọ, công ty bảo hiểm bất động sản và tai nạn, quỹ hưu trí, quỹ từ thiện, quỹ tín thác trung ương và địa phương, tín thác cá nhân do ngân hàng quản lý, và ủy thác tài khoản cá nhân do các chuyên gia tư vấn đầu tư xử lý. Không có sự khác biệt lớn trong hiệu suất đầu tư vào danh mục cổ phiếu thường giữa các thành viên trong nhóm nhà đầu tư chuyên nghiệp hay giữa nhóm này với thị trường chung. Giống như câu chuyện về quỹ đầu tư, cũng có một số trường hợp ngoại lệ song rất ít. Cho đến nay chúng ta vẫn chưa thu thập được bằng chứng khoa học nào chứng tỏ thành tích đầu tư của các danh mục được quản lý chuyên nghiệp bởi một nhóm tốt hơn thành tích của một chỉ số thị trường đa dạng.

Liệu hệ thống cơ bản nào có thể giành phần thắng?

Các chuyên gia cũng đã tiến hành nghiên cứu nhằm xác định xem liệu có thể lợi dụng hệ thống giao dịch dựa trên thông cáo báo chí về nguồn tin mới cơ bản để kiếm lợi nhuận trên mức trung bình hay không. Có vẻ như câu trả lời là không. Nhiều hệ thống đã được thiết lập trong đó một sự kiện mới (chẳng hạn như công bố thu nhập đột ngột tăng nhanh hay phân tách cổ phiếu) có thể phát tín hiệu mua vào. Song các bằng chứng thường chỉ ra hiệu quả của thị trường trong việc thích nghi quá nhanh với nguồn thông tin mới vì vậy không thể xây dựng các chiến lược giao dịch thành công dựa trên việc công bố tin tức theo cách thức này[19]. Nhìn

chung, các nghiên cứu chỉ ra rằng giá cổ phiếu phản ứng khá tốt trước những báo cáo thu nhập gây bất ngờ, cả tốt lẫn xấu. Nói cách khác, thị trường thường rất hiệu quả trong việc dự đoán trước các thông báo tài chính và chiến lược đầu tư liên quan đến hoạt động mua bán cổ phiếu. Thường thì, sau khi xuất hiện những thông báo đó có vẻ không giúp ích gì cho nhà đầu tư. Mặc dù đúng là có một số nghiên cứu nhận thấy đôi khi giá cổ phiếu phản ứng chậm chạp trước những công bố về thu nhập, nhưng cho dù sự kiện bất thường có tồn tại chăng nữa thì cũng không xảy ra thường xuyên. Trên thực tế, tần suất giá cổ phiếu phản ứng quá mạnh mẽ trước thông tin mới về thu nhập cũng thường xuyên như khi giá cổ phiếu phản ứng chậm.

Tương tự như vậy, nhà đầu tư không thể tìm được nguồn thông tin mới nào từ thông báo phân tách cổ phiếu. Cho dù đúng là giá cổ phiếu của các công ty tiến hành phân tách thường tăng lên trong giai đoạn trước khi công bố, song hiệu suất tương ứng của cổ phiếu sau khi tin tức được công bố hóa ra cũng chỉ tương đương với hiệu suất của thị trường chung. Các kết quả nghiên cứu này càng củng cố cho câu châm ngôn cổ của Phố Wall: “Một chiếc bánh nướng không thể nở ra nhiều hơn sau khi được xắt thành những lát mỏng.”

Các chuyên gia cũng đã tiến hành nhiều nghiên cứu về lợi ích của việc tăng cổ tức như là cơ sở để lựa chọn loại cổ phiếu sẽ cho hiệu suất trên mức trung bình. Lập luận được đưa ra ở đây đó là việc tăng cổ phần của một loại cổ phiếu là dấu hiệu chứng tỏ ban quản lý tiên đoán mức lợi nhuận cao trong tương lai. Trên thực tế, tăng cổ tức thường là một thông số chính xác để dự đoán về mức tăng nguồn thu tương lai. Giá cũng có xu hướng tăng mạnh mẽ sau khi có thông báo về cổ tức. Tuy nhiên, hiện tượng tăng giá bắt nguồn từ việc tăng cổ tức mặc dù có thể không được phản ánh ngay ở giá cổ phiếu song sẽ được phản ánh tương đối đầy đủ vào báo cáo cuối tháng được công bố.

Quyết định thời điểm thị trường

Nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp đã chuyển tiền mặt thành vốn cổ phần hoặc trái phiếu dài hạn dựa trên dự đoán về điều kiện kinh tế cơ bản. Quả thực, đây chính là lý do khiến nhiều nhà môi giới càng củng cố niềm tin vào ban quản lý tiền chuyên nghiệp. Nhận xét của John Bogle, người sáng lập tập đoàn The Vanguard of Investment Companies, rất giống với quan điểm của tôi về chủ đề thời điểm thị trường. Bogle cho biết: “Suốt 30 năm hoạt động trong lĩnh vực này, tôi chưa thấy ai có thể thường xuyên xác định thời điểm thị trường thành công và tôi cũng không quen người nào biết ai đó có thể làm điều này. Thành thực mà nói, tôi có cảm giác là cố gắng xác định thời điểm thị trường chẳng những không giúp tăng giá trị chương trình đầu tư của bạn mà thậm chí còn có thể phản tác dụng.”

Có thể dễ dàng minh họa luận điểm của Bogle thông qua việc nghiên cứu cách thức các quỹ đầu tư đã điều chỉnh tình trạng tiền mặt trước những quan điểm thay đổi về sự hấp dẫn tương đối của vốn cổ phần. Nhà quản lý quỹ đầu tư mắc sai lầm khi phân bổ tài sản thành tiền mặt trong mọi chu kỳ thị trường gần đây. Sự thận trọng từ phía nhà quản lý quỹ đầu tư (được phản ánh trong tỷ lệ phân bổ tiền mặt rất cao) trùng khớp gần như hoàn toàn với vùng trũng của thị trường chứng khoán. Khi lượng tiền mặt của các quỹ lên đến đỉnh cao cũng là lúc thị trường tụt xuống vùng trũng trong những năm 1970, 1974, 1982 và cuộc đại khủng hoảng thị trường cổ phiếu năm 1987. Một lần khác lượng tiền mặt đạt đến đỉnh điểm cuối năm 1990 (ngay trước khi thị trường tăng giá trở lại trong suốt năm 1991) và 1994 (ngay trước khi thị trường chứng

kiến chuỗi sáu năm tăng giá cổ phiếu liên tiếp, tuyệt vời nhất trong lịch sử). Tỷ lệ tiền mặt cũng tương đối cao vào cuối năm 2002, khi thị trường rơi xuống vùng trũng. Ngược lại, phân bổ tiền mặt của các quỹ đầu tư gần như lúc nào cũng thấp trong những thời điểm thị trường thăng hoa. Chẳng hạn, lượng tiền mặt của quỹ đầu tư gần chạm mức thấp kỷ lục vào tháng 3/2000, chỉ trước khi thị trường bắt đầu sụt giá đột ngột. Rõ ràng, khả năng xác định thời điểm thị trường của các nhà quản lý quỹ đầu tư quá ư tệ hại, kém cỏi.

Trong 54 năm qua, thị trường tăng giá trong 36 năm, cân bằng trong 3 năm, và chỉ sụt giá trong 15 năm. Vậy nên, tỷ lệ bạn thành công khi nắm giữ tiền mặt so với khi nắm giữ cổ phiếu là gần 1 ăn 3. Một nghiên cứu của giáo sư Richard Woodward và Jess Chua của trường đại học Calgary cho thấy nắm giữ cổ phiếu dưới dạng tài sản đầu tư dài hạn mang lại hiệu quả cao hơn so với việc xác định thời điểm thị trường bởi vì khoản lãi mà bạn kiếm được khi nắm giữ cổ phiếu suốt giai đoạn thị trường giá lên sẽ lấn át hoàn toàn khoản lỗ khi thị trường trải qua thời kỳ giảm giá. Hai vị giáo sư đã kết luận rằng một người áp dụng phương pháp xác định thời điểm thị trường cần phải đưa ra quyết định chính xác 70% thời gian mới có thể chiến thắng một nhà đầu tư áp dụng chiến lược mua – và – nắm giữ. Tôi chưa từng gặp ai có thể đạt độ chính xác 0,7 khi xác định thời điểm thăng trầm của thị trường.

Phiên bản vừa và rộng của thuyết thị trường hiệu quả

Giới học thuật đã thay đổi nhận định của mình. So với phương pháp phân tích kỹ thuật, phân tích cơ bản cũng không giúp ích nhiều cho giới đầu tư trong việc tìm kiếm lợi nhuận cao trên mức trung bình. Tuy nhiên, với bản tính thích tìm tòi và soi mói, giới học thuật lại nhanh chóng chuyển qua tranh cãi về định nghĩa chính xác của cụm từ “thông tin cơ bản.” Có một số người nói rằng thông tin cơ bản là những gì hiện tại đã biết; một số người khác lại cho rằng nó bao gồm cả nguồn thông tin trong tương lai. Chính tại đây phiên bản “rộng” của thuyết thị trường hiệu quả tách làm đôi. Như chúng ta đã thấy, phiên bản “vừa” khẳng định việc công bố thông tin rộng rãi không giúp chuyên gia phân tích lựa chọn được các chứng khoán bị định giá thấp là bởi cơ cấu giá thị trường đã tính đến tất cả thông tin chung có thể được đưa vào bảng cân đối kế toán, báo cáo tài chính, cổ tức…; chuyên gia phân tích dữ liệu chuyên nghiệp trở nên vô dụng. Phiên bản “rộng” nhấn mạnh rằng tuyệt đối không có bất kỳ nguồn thông tin nào đã biết hoặc thậm chí sẽ biết về một công ty có thể giúp ích cho chuyên gia phân tích cơ bản. Không chỉ tin tức đã được công bố mà ngay cả nguồn thông tin có thể sẽ biết về công ty cũng đã được phản ánh trong giá cổ phiếu. Theo phiên bản “rộng”, ngay cả thông tin “nội bộ” cũng không thể giúp gì cho nhà đầu tư.

Rõ ràng đây là phát biểu cường điệu khi không công nhận khả năng kiếm lời từ nguồn thông tin nội bộ. Nathan Rothschild đã hốt được hàng triệu đô-la ở thị trường khi chim bồ câu đưa thư mang đến cho ông tin tức sốt dẻo về chiến thắng của Wellington tại Waterloo trước khi những nhà đầu tư khác ý thức được về chiến thắng đó. Thế nhưng ở thời đại ngày nay, siêu xa lộ thông tin có thể chuyển tin nhanh hơn rất nhiều so với chim bồ câu đưa thư. Và quy định Công khai bình đẳng (Fair Declaration) yêu cầu các công ty phải nhanh chóng công bố bất kỳ mẩu tin tức hay sự kiện mới mẻ nào có thể tác động đến giá cổ phiếu. Mặt khác, các thành viên nội bộ kiếm lời từ hoạt động giao dịch nhờ vào nguồn thông tin bí mật cũng bị coi là vi phạm pháp luật. Tiến sỹ Paul Samuelson người đã từng đoạt giải Nobel miêu tả ngắn gọn tình hình thị trường như sau:

Nếu nhà đầu tư thông minh luôn cố gắng tìm kiếm giá trị tốt bán cổ phiếu mà họ cho rằng sẽ bị định giá quá cao và mua cổ phiếu mà họ kỳ vọng hiện tại đang bị định giá thấp, thì kết quả của hành động này sẽ khiến giá cổ phiếu hiện tại bị chiết khấu một phần tiền cho triển vọng tương lai chúng. Vì vậy, đối với nhà đầu tư bị động không có khả năng tự nhận định tình trạng giá quá cao hoặc quá thấp, sẽ tìm thấy một mô hình giá khiến loại cổ phiếu nào cũng là ứng cử viên mua vào sáng giá hoặc tồi tệ như các loại khác. Với các nhà đầu tư kiểu này, ”ngẫu nhiên” chính là phương thức lựa chọn hiệu quả như bất kỳ phương thức nào khác.

Thuyết thị trường hiệu quả được phát biểu như sau. Phiên bản “hẹp” cho rằng phân tích kỹ thuật – nghiên cứu giá cổ phiếu trong quá khứ – không thể giúp ích gì cho nhà đầu tư. Giá dao động từ giai đoạn này sang giai đoạn khác rất giống một bước đi ngẫu nhiên. Phiên bản “rộng” (vừa và rộng) khẳng định phân tích cơ bản cũng không có hiệu quả. Tất cả những gì đã biết liên quan tới tốc độ tăng trưởng nguồn thu và cổ tức kỳ vọng của công ty, toàn bộ sự phát triển có lợi cũng như bất lợi ảnh hưởng đến công ty được nghiên cứu bằng phân tích cơ bản đều đã được phản ánh trong giá cổ phiếu. Vậy nên, mua một quỹ nắm giữ tất cả cổ phiếu theo chỉ số đa dạng sẽ giúp xây dựng danh mục đầu tư có thể kỳ vọng cho hiệu quả cao tương đương với các danh mục được chuyên gia phân tích chứng khoán chuyên nghiệp quản lý.

Như nhận xét của một số nhà phê bình, thuyết thị trường hiệu quả không khẳng định giá cổ phiếu biến đổi linh tinh, thất thường và không nhạy cảm với những thay đổi về thông tin cơ bản. Trái lại, trên thực tế, lý do khiến giá nhảy theo một nhịp điệu ngẫu nhiên hoàn toàn ngược lại. Thị trường quá hiệu quả – giá biến đổi quá nhanh khi xuất hiện thông tin mới – đến nỗi chẳng có nhà đầu tư nào kịp trở tay, mua vào hoặc bán ra để kiếm lời. Và sự kiện, tin tức thật được hình thành hết sức ngẫu nhiên, tức là không thể đoán trước được. Kể cả khi nghiên cứu thông tin kỹ thuật hay cơ bản trong quá khứ cũng không thể dự đoán được bất kỳ điều gì.

Ngay cả huyền thoại Benjamin Graham, người được biết đến là cha đẻ của phương pháp phân tích chứng khoán cơ bản, miễn cưỡng đưa ra kết luận rằng không còn có thể trông mong phân tích cơ bản mang lại khoản lợi nhuận đầu tư vượt trội. Ngay trước khi ông qua đời năm 1976, người ta đã trích dẫn lời ông trong một cuộc phỏng vấn trên tờ *Financial Analysts Journal* như sau: “Tôi không còn là người cổ xuý cho những kỹ thuật phân tích chứng khoán rối rắm, tỉ mỉ hòng tìm kiếm cơ hội mang lại siêu giá trị nữa. Đó đã từng là một hoạt động rất thú vị, chẳng hạn, cách đây 40 năm khi phương pháp Graham và Dodd mới được công bố; song tình hình giờ đây đã khác… Tôi không dám chắc liệu rằng nỗ lực không biết mệt mỏi có giúp đưa ra những danh mục lựa chọn đủ hiệu quả để bù đắp cho chi phí hay không… Hiện nay tôi ủng hộ trường phái ‘thị trường hiệu quả.’”. Peter Lynch, ngay sau khi thôi giữ chức quản lý quỹ Magelland Fund và huyền thoại Warren Buffett đã thừa nhận rằng hầu hết nhà đầu tư sẽ thu lời nhiều hơn khi tham gia vào một quỹ chỉ số thay vì đầu tư vào một quỹ đầu tư cổ phần được quản lý chuyên nghiệp.

Đứng giữa đường: Quan điểm cá nhân

Trước tiên chúng ta hãy thử điểm lại các quan điểm hoàn toàn đối lập nhau về phương thức hoạt động của thị trường chứng khoán. Phần lớn các nhà quản lý đầu tư đều quan niệm rằng các chuyên gia chắc chắn làm tốt hơn tất cả nhà đầu tư không chuyên, tầm thường trong việc quản lý tiền. Tuy nhiên, đại đa số cộng đồng học thuật lại tin rằng danh mục đầu tư được quản

lý chuyên nghiệp không thể cho hiệu suất cao hơn danh mục cổ phiếu được lựa chọn ngẫu nhiên với các yếu tố rủi ro ngang bằng nhau. Người ủng hộ thuyết ngẫu nhiên khẳng định rằng thị trường chứng khoán điều chỉnh quá nhanh và chuẩn xác theo nguồn thông tin mới cho nên nhà đầu tư nghiệp dư mua cổ phiếu với giá hiện tại cũng có thể đạt được thành tích tốt như các chuyên gia. Vì vậy, giá trị lời khuyên đầu tư của các chuyên gia chỉ là con số 0 tròn trĩnh – ít nhất là trong lĩnh vực lựa chọn danh mục cổ phiếu đầu tư.

Tôi chỉ là người giữ quan điểm trung lập. Tôi tin rằng giới đầu tư có thể cân nhắc lại niềm tin của họ dành cho chuyên gia tư vấn chuyên nghiệp song tôi không giống như nhiều đồng nghiệp trong giới học thuật có khuynh hướng chỉ trích, chê bai toàn bộ giới phân tích. Mặc dù có vô số bằng chứng cho thấy chuyên gia không phải lúc nào cũng dẫn trước chỉ số trung bình, song tôi phải thừa nhận vẫn luôn tồn tại những trường hợp ngoại lệ so với luật thị trường hiệu quả. Hiển nhiên, chỉ có một số ít thôi. Mặc dù có khá nhiều số liệu thống kê ủng hộ quan điểm cho rằng thị trường có hiệu quả cao, nhưng có nhiều vấn đề được che giấu làm rối tung thuyết thị trường hiệu quả và khiến chẳng ai có cơ hội khẳng định thuyết này đã được chứng minh một cách thuyết phục. Tìm kiếm những điểm mâu thuẫn trong thuyết thị trường hiệu quả đã trở thành một nghề thủ công trong giai đoạn cuối thập niên 1980 và cả thập niên 1990. Tôi sẽ dành hẳn chương 11 để kể về những câu chuyện kỳ lạ trên thị trường cũng như những mô hình được gọi là "có thể dự đoán được" mà các chuyên gia đã tìm thấy.

Hơn nữa, tôi cũng không yên tâm khi chấp nhận tất cả mọi khía cạnh của thuyết thị trường hiệu quả, một phần bởi vì thuyết này được xây dựng dựa trên một số giả định không chắc chắn. Thứ nhất đó là có tồn tại phương thức định giá hoàn hảo. Tôi xin trích lời nhận xét của Paul Samuelson, thuyết này khẳng định tại bất kỳ thời điểm nào cổ phiếu cũng được bán với ước tính chuẩn xác nhất về giá trị nội tại. Vì vậy, nhà đầu tư thiếu hiểu biết mua cổ phiếu với giá hiện tại vẫn nhận được giá trị đầy đủ, xứng đáng với khoản tiền đầu tư họ bỏ ra, cho dù chứng khoán họ mua là loại gì chăng nữa.

Thật không mấy dễ chịu khi nói rằng cách lập luận này giống với thuyết "những kẻ đại ngốc". Ở Phần Một chúng ta đã xem xét rất nhiều bằng chứng cho thấy đôi khi cổ phiếu được bán không dựa trên cơ sở giá trị ước tính (thật sự rất khó có thể xác định giá trị) – người mua cổ phiếu thường bị cuốn theo cơn điên loạn của đám đông. Đúng là chuyên gia thị trường phải chịu phần lớn trách nhiệm trước một số cơn sốt đầu cơ xảy ra trong thế kỷ XX, kể cả bong bóng Internet tại thời điểm chuyển giao thế kỷ. Thế nhưng sự tồn tại của tác động tâm lý lên giá thị trường ít nhất cũng làm tăng khả năng nhà đầu tư không muốn chấp nhận bối cảnh giá thị trường hiện tại phản ánh trung thực nhất giá trị nội tại.

Một giả định khác không chắn chắn đó là tin tức được lan truyền đi ngay tức thì. Tôi không dám đảm bảo khi nào trong tương lai chúng ta đạt đến thời điểm tất cả thông tin nội bộ hữu ích được công bố ngay lập tức. Ngay cả khi có thể lập luận rằng tất cả thông tin liên quan đến loại cổ phiếu quan trọng mà nhà đầu tư tổ chức đang theo dõi nhanh chóng được phản ánh trong giá cổ phiếu, song vẫn có nhiều khả năng trường hợp này không lặp lại với hàng nghìn công ty nhỏ không được các chuyên gia theo dõi sát sao. Hơn nữa, thuyết thị trường hiệu quả cũng khẳng định rằng không có ai nắm độc quyền trên thị trường và rằng ý kiến đề xuất cổ phiếu dựa trên niềm tin vô căn cứ không thể tạo ra sức mua lớn. Tuy nhiên, các hãng chuyên cung cấp dịch vụ nghiên cứu và nhiều nhà đầu tư tổ chức khác nhau có thể điều khiển dòng

tiền khổng lồ chảy vào và chảy ra khi mua một loại cổ phiếu. Ở môi trường này, nhiều khi niềm tin sai lệch về cổ phiếu của một vài chuyên gia có thể duy trì trong thời gian dài.

Cuối cùng, chúng ta gặp vô vàn khó khăn khi diễn giải thông tin đã biết về một loại cổ phiếu để ước tính giá trị thực. Chúng ta đã thấy các yếu tố quyết định tới giá trị cổ phiếu đều liên quan đến quy mô và khoảng thời gian tăng trưởng trong tương lai. Ước tính là công việc cực kỳ phức tạp, tồn tại một khoảng cách khá dài để một người với trí tuệ và khả năng phán đoán siêu phàm có khả năng đạt được thành tích vượt trội từ việc dự đoán.

Mặc dù tôi tin tưởng vào khả năng nhà đầu tư chuyên nghiệp có thể đạt được thành thích nổi trội, song bằng chứng chúng ta có được từ trước đến nay lại không ủng hộ quan điểm khẳng định sự tồn tại của những tài năng xuất chúng như vậy. Và mặc dù tôi có thể bị khai trừ ra khỏi một số môn phái học thuật do thái độ ủng hộ thiếu nhiệt tình của tôi đối với phiên bản vừa và nhất là phiên bản rộng của thuyết thị trường hiệu quả, song tôi cũng không ra sức nguỵ biện, che đậy sự dị giáo của tôi ở nhà thờ tài chính. Rõ ràng nếu thật sự có những nhà quản lý tài chính phi thường, số lượng cũng rất ít và không có cách nào nói trước được họ là ai. Đây là thực tế cuộc sống mà cả nhà đầu tư cá nhân hay nhà đầu tư tổ chức đều phải đối mặt.

Phần III. Công nghệ đầu tư mới

8. Chiếc giày mới: Thuyết danh mục đầu tư hiện đại

...Người thực dụng – tự tin rằng họ có khả năng miễn dịch cao trước bất kỳ tác động nào về mặt trí tuệ – thường trở thành nô lệ của một nhà kinh tế học quá cố nào đó. Nhà cầm quyền điên rồ – nghe thấy tiếng gọi từ hư không – hình thành cơn điên từ những học giả tầm thường của vài năm trước.

–J. M. Keynes,
The General Theory of Employment, Interest and Money
(Lý thuyết chung về Việc làm, Lợi ích và Tiền bạc)

Trong cuốn sách này, tôi cố gắng giải thích các học thuyết mà nhiều chuyên gia vận dụng – được đơn giản hóa là thuyết nền tảng vững chắc và thuyết lâu đài trên cát – để định giá cổ phiếu. Như chúng ta đã thấy, có nhiều người trong giới học thuật tìm kiếm danh tiếng bằng cách công kích các thuyết trên. Mặc dù không thể phủ nhận rằng những học thuyết này cho chúng ta biết khá nhiều về cách định giá cổ phiếu, song giới học thuật vẫn khăng khăng cho rằng không thể dựa vào đó để tìm kiếm những khoản lợi nhuận phi thường.

Bởi vì các trường đại học vẫn tiếp tục nhào nặn ra những chuyên gia thống kê và kinh tế học trẻ tuổi, sáng dạ, cho nên số lượng học sỹ thích công kích quá nhiều đến mức rõ ràng là cần có một chiến lược mới; bởi vậy cộng đồng học thuật bận rộn bắt tay vào xây dựng các thuyết định giá thị trường cổ phiếu của chính họ. Một phần của cuốn sách này được dành để thảo luận về thuyết đó: Thế giới kỳ bí, tinh vi của "công nghệ đầu tư mới" được hình thành trong những tòa tháp học học viện. Thuyết danh mục đầu tư hiện đại (Modern Portfolio Theory - MPT) mang tính căn bản đến mức hiện nay thuyết này được áp dụng rộng rãi ở Phố Wall. Các lý thuyết khác còn gây tranh cãi vì vậy chúng vẫn là đề tài nghiên cứu luận văn dành cho sinh viên và là nội dung thuyết giảng của nhiều chuyên gia tư vấn nhờ đó thu về những khoản học phí nặng túi.

Trong chương này, tôi kể về nguồn gốc và ứng dụng của thuyết danh mục đầu tư hiện đại. Sử dụng các phương thức tiềm ẩn trong học thuyết này, bạn có thể giảm thiểu rủi ro trong khi vẫn có thể thu về những khoản lợi nhuận khá hơn. Trong chương 9, tôi mô tả cách một số chuyên gia trong giới học thuật đã thu hút sự chú ý của báo chí khi phát biểu rằng giới đầu tư có thể tăng lợi nhuận bằng cách chấp nhận yếu tố rủi ro nào đó. Do đó, chương 10 và 11 sẽ trình bày một số luận điểm khẳng định của các học giả và những người trực tiếp tham gia thị trường rằng chính tâm lý, chứ không phải là sự hợp lý, điều khiển thị trường và chẳng tồn tại thứ gì gọi là bước đi ngẫu nhiên. Họ lý luận rằng thị trường không hiệu quả và có thể áp dụng một số chiến lược đầu tư để "đánh bại thị trường." Ngoài ra, những người này còn cho rằng trong một chừng mực nào đó giá thị trường có thể dự đoán được. Sau đó, tôi sẽ kết luận họ đã sai lầm như thế nào. Bằng cách đưa ra ví dụ ứng dụng thị trường hiệu quả nhất – một quỹ chỉ số cổ phiếu thường – tôi đã chỉ ra rằng thuyết này vẫn giữ vị trí quán quân trong cuộc chạy đua tìm kiếm lợi nhuận trên thị trường trong tất cả ấn phẩm báo chí và hội thảo của giới học thuật.

Vai trò của yếu tố rủi ro

Thuyết thị trường hiệu quả giải thích tại sao có thể thực hiện được bước đi ngẫu nhiên. Nó phát biểu rằng thị trường quá giỏi trong việc điều chỉnh theo nguồn thông tin mới đến mức không ai có thể đưa ra dự đoán khá hơn về tương lai của thị trường. Nhờ hoạt động của các chuyên gia, giá cổ phiếu riêng lẻ nhanh chóng phản ánh tất cả tin tức sẵn có. Vì vậy, chênh lệch giữa việc lựa chọn danh mục cổ phiếu và dự đoán xu hướng chung của thị trường là ngang nhau. Dự đoán của bạn cũng chỉ đạt độ chính xác ngang bằng với dự đoán của một con khỉ, của người môi giới hay ngay cả của tôi.

Cách đây rất lâu Samuel Butler đã viết: "Hừm. Tôi ngờ có trò bịp bợm nào đó ở đây". Người ta vẫn kiếm được nhiều tiền trên thị trường; rõ ràng một số cổ phiếu có thành tích cao hơn các loại cổ phiếu khác. Thông thường vẫn có một số người có khả năng và đã đánh bại thị trường, hoàn toàn không phải do ngẫu nhiên. Nhiều người trong giới học thuật cũng đồng tình như vậy; tuy nhiên họ nói rằng phương thức đánh bại thị trường không phải là vận dụng tài trí sáng suốt hơn người mà là dám chấp nhận nguy cơ rủi ro lớn hơn. Rủi ro, chỉ có rủi ro, xác định mức lợi nhuận sẽ cao hơn hoặc thấp hơn so mức trung bình, vì vậy nó cũng góp phần lớn trong việc định giá cổ phiếu trên thị trường.

Định nghĩa rủi ro: Phân tán lợi nhuận

Rủi ro là một khái niệm khó nắm bắt, khó giải thích nhất. Thật không dễ để giới đầu tư – chưa nói đến chuyên gia kinh tế – thống nhất về một định nghĩa chuẩn xác. *The American Heritage Dictionary* (Từ điển Di sản Hoa kỳ) định nghĩa rủi ro là "khả năng bị hại hoặc chịu thiệt". Nếu tôi mua một trái phiếu Bộ tài chính với lợi tức 5% và giữ cho đến khi đáo hạn, tôi gần như chắc chắn kiếm được 5% tiền lãi trước thuế thu nhập. Nguy cơ thua lỗ quá nhỏ có thể coi như bằng 0. Nếu tôi nắm giữ cổ phiếu thường trong vòng một năm với tiền lãi cổ tức dự đoán là 6%, khả năng thua lỗ cao hơn. Cổ tức của công ty có thể bị cắt, và nghiêm trọng hơn, giá thị trường vào thời điểm cuối năm có thể thấp hơn nhiều, khiến tôi phải chịu khoản lỗ nặng nề. Vậy thì rủi ro đầu tư chính là khả năng khoản lãi chứng khoán kỳ vọng không trở thành hiện thực, đặc biệt là khi chứng khoán bạn nắm giữ có thể sụt giá.

Một khi giới học thuật thống nhất quan điểm cho rằng yếu tố rủi ro đối với nhà đầu tư có liên quan đến nguy cơ không đạt được lợi nhuận kỳ vọng, thì một thước đo tự nhiên sẽ tự hình thành bao gồm – khả năng biến đổi hoặc phân tán lợi nhuận trong tương lai. Bởi vậy, rủi ro tài chính thông thường được định nghĩa là sự biến đổi hoặc chênh lệch cơ bản của lợi nhuận. Chúng ta sẽ sử dụng hiện vật đi kèm để minh họa cho dụng ý này. Loại chứng khoán với lợi nhuận không có nguy cơ chênh lệch nhiều so với lợi nhuận trung bình (kỳ vọng) được cho là ít rủi ro hay không rủi ro. Loại chứng khoán có lợi nhuận không ổn định (và những loại chứng khoán bị sụt giá mạnh trong một vài năm) được cho là chứng khoán rủi ro.

Minh họa: Lợi nhuận kỳ vọng; thước đo phương sai của rủi ro và lợi nhuận

Ví dụ đơn giản này sẽ mô tả khái niệm về lợi nhuận kỳ vọng và phương sai cũng như cách thức xác định hai yếu tố này. Giả sử bạn mua một loại cổ phiếu và kỳ vọng thu được tổng tiền lãi

(bao gồm cổ tức và chênh lệch giá cổ phiếu) trong các điều kiện kinh tế khác nhau:

Bảng 8.1:

Điều kiện kinh doanh	*Khả năng xảy ra*	*Lợi nhuận kỳ vọng*
Điều kiện kinh tế “bình thường”	1 trong 3	10%
Tăng trưởng thực tế nhanh không kèm lạm phát	1 trong 3	30%
Suy thoái đi kèm với lạm phát	1 trong 3	-10%

Nếu tính trung bình, ⅓ quãng thời gian trong quá khứ, nền kinh tế ở điều kiện “bình thường”, trong khi đó ⅓ quãng thời gian khác chứng kiến tốc độ tăng trưởng nhanh không có lạm phát, trong ⅓ khoảng thời gian còn lại nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái cùng với lạm phát, vậy thì hoàn toàn hợp lý khi lợi dụng tần suất tương đối này của các sự kiện xảy ra trong quá khứ và coi đó là ước đoán (xác suất) có thể xảy ra các điều kiện kinh doanh trong tương lai. Có thể nói rằng tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng của một nhà đầu tư là 10%. Anh ta có khả năng nhận được tỷ lệ lợi nhuận 30% trong ⅓ khoảng thời gian, hưởng tiếp 10% trong ⅓ quãng thời gian khác và có nguy cơ bị lỗ 10% trong thời gian còn lại. Điều này có nghĩa là nếu tính trung bình tỷ lệ lợi nhuận hàng năm của nhà đầu tư sẽ vào khoảng 10%.

Tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng = ⅓ (0,30) + ⅓ (0,10) + ⅓ (-0,10) = 0,10

Tuy nhiên, lợi nhuận hàng năm sẽ dao động khá nhiều từ lãi 30% cho đến lỗ 10%. “Phương sai” là thước đo độ phân tán lợi nhuận và được định nghĩa là bình phương độ lệch của mỗi khoản lãi có thể thu được từ giá trị trung bình (hoặc kỳ vọng), chính là 10 % mà chúng ta vừa mới thấy.

Số chênh lệch: ⅓$(0{,}30-0{,}10)^2$ + ⅓$(0{,}10-0{,}10)^2$ + ⅓$(-0{,}10-0{,}10)^2$ = ⅓$(0{,}20)^2$ + ⅓$(0{,}00)^2$ + ⅓$(-0{,}20)^2$ = 0,0267.

Căn bậc hai của phương sai được gọi là độ lệch chuẩn. Trong ví dụ này, độ lệch chuẩn bằng 0,1634.

Thước đo độ phân tán của rủi ro chẳng hạn như phương sai và độ lệch chuẩn không thể thỏa mãn tất cả mọi người. Các nhà phê bình nhận xét: “Chắc chắn độ rủi ro không liên quan đến bản thân phương sai. Nếu độ phân tán hình thành từ những điều ngạc nhiên thú vị – tức là, kết quả thực hóa ra tốt hơn kỳ vọng – thì chẳng có nhà đầu tư tỉnh táo nào lại gọi đó là rủi ro”.

Dĩ nhiên, đúng là chỉ có khả năng xảy ra hiện tượng sụt giá mới cấu thành yếu tố rủi ro. Thế nhưng, trên thực tế miễn là phân bổ lợi nhuận được cân đối – tức là, chỉ cần cơ hội thu được số lãi phi thường ngang bằng với nguy cơ phải hứng chịu mức thua lỗ đáng buồn – độ phân tán hay phương sai đã đủ làm một thước đo rủi ro hoàn chỉnh. Độ phân tán hay phương sai càng

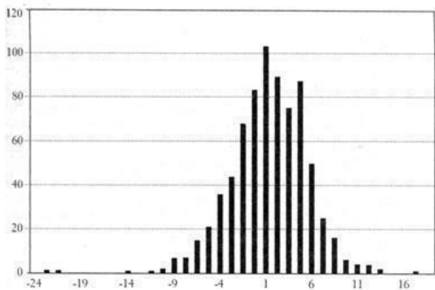
lớn, nguy cơ xảy ra rủi ro càng cao.

Mặc dù mô hình lợi nhuận trong quá khứ của từng loại chứng khoán thường không cân đối, nhưng lợi nhuận từ các danh mục đầu tư cổ phiếu đa dạng và hợp lý có vẻ như được phân bổ khá đều. Biểu đồ dưới đây minh họa mức phân bổ lợi nhuận chứng khoán hàng tháng của danh mục vốn được đầu tư theo chỉ số S&P 500. Biểu đồ này được vẽ bằng cách chia phạm vi lợi nhuận hàng tháng thành những khoảng bằng nhau (khoảng 1,25%) sau đó vẽ cột tần suất (số tháng) trong đó lợi nhuận rơi vào từng khoảng nhất định. Trung bình, danh mục đầu tư này sinh lời gần 1%/tháng, tức là xấp xỉ 11%/năm. Tuy nhiên ở những giai đoạn thị trường lao dốc không phanh, danh mục vốn cũng lao xuống theo, thua lỗ khoảng 20% chỉ trong vòng một tháng.

T?n su?t

Ph?m vi lãi tính theo tháng (%)

Biểu đồ 8.1: Phân bổ lợi nhuận hàng tháng của danh mục vốn được đầu tư theo chỉ số S&P 500-Chỉ số Cổ phiếu từ tháng 01/1940 đến tháng 06/2006



Đối với những mô hình phân bổ khá cân bằng như biểu đồ này, có một kinh nghiệm hữu ích đó là trong ⅔ lợi nhuận tính theo tháng có xu hướng nằm trong độ lệch chuẩn có lợi nhuận trung bình và khoảng 95% lợi nhuận rơi vào hai độ lệch chuẩn. Hãy nhớ tỷ lệ lợi nhuận trung bình của mô hình phân bổ này là gần 1%/tháng. Độ lệch chuẩn (thước đo rủi ro danh mục cổ phiếu) là 4,5%/tháng. Như vậy, trong ⅔ thời gian lợi nhuận từ danh mục đầu tư này dao động trong khoảng +5,5% và -3,5, và 95% quãng thời gian tỷ lệ lợi nhuận biến thiên từ 10% đến -8%. Rõ ràng, độ lệch chuẩn càng lớn (lợi nhuận phân tán càng nhiều), nguy cơ bạn bị cháy sạch túi ở thị trường càng cao (độ rủi ro càng cao), ít nhất tại một số thời điểm. Đó là lý do tại sao một thước đo độ biến thiên chẳng hạn như độ lệch chuẩn[20] thường hay được sử dụng như một dấu hiệu nhận biết rủi ro.

Chứng minh rủi ro: một nghiên cứu dài hạn

Một trong những định lý được chứng minh thuyết phục nhất trong lĩnh vực tài chính đó là nhà đầu tư nhìn chung sẽ có được tỷ lệ lợi nhuận lớn hơn khi chấp nhận chịu độ rủi ro cao hơn. Công ty Ibbotson Associates đã thực hiện một nghiên cứu chi tiết và toàn diện nhất. Họ sử dụng dữ liệu từ năm 1926 đến 2005, kết quả nghiên cứu được trình bày trong bảng dưới đây.

Bảng này không được thiết kế để mô tả những dãy nhà chọc trời ở Manhattan hay chuỗi tháp Eiffel, tuy rằng bề ngoài trông rất giống. Những gì Abbotson Associates đã làm là nghiên cứu nhiều công cụ đầu tư khác nhau – cổ phiếu, trái phiếu, công trái – cũng như chỉ số giá tiêu dùng và xác định tỷ lệ tăng hoặc giảm hàng năm của mỗi mục này. Sau đó nhóm nghiên cứu vẽ một hình chữ nhật hoặc cột thẳng đứng trên đường kẻ đáy để biểu diễn số năm tỷ lệ lợi nhuận dao động trong khoảng 0-5%; một hình chữ nhật khác biểu diễn số năm lợi nhuận biến thiên từ 5-10%..., kể cả tỷ lệ lợi nhuận âm và dương. Kết quả thu được là một loạt các hình chữ nhật thẳng đứng cho thấy độ biến thiên của tỷ lệ lợi nhuận và từ đó có thể tính ra độ lệch chuẩn.

Bảng 8.2: Một số mục cơ bản: Số liệu thống kê tóm tắt tổng tỷ lệ lợi nhuận hàng năm từ 1926 đến 2005

Mục	**Số trung bình nhân**	**Số trung bình cộng**	**Độ lệch chuẩn**	**Phân bổ**
Cổ phiếu của các công ty lớn	10,4%	12,3%	20,2%	
Cổ phiếu của các công ty nhỏ*	12,6	17,4	32,9	
Trái phiếu công ty dài hạn	5,9	6,2	8,5	
Trái phiếu chính phủ dài hạn	5,5	5,8	9,2	
Trái phiếu chính phủ trung hạn	5,3	5,5	5,7	
Trái phiếu Bộ tài chính Hoa Kỳ	3,7	3,8	3,1	

Lạm phát	3,0	3,1	4,3		
				- 90% 90%	0%

* Tổng lợi nhuận cổ phiếu của các công ty nhỏ năm 1933 là 142,95

Nhìn thoáng qua chúng ta cũng có thể thấy sau một khoảng thời gian dài, nhìn chung cổ phiếu thường tạo ra tổng tỷ lệ lợi nhuận tương đối cao. Lợi nhuận từ cổ phiếu thường (bao gồm cả cổ tức và lãi vốn) chênh lệch một khoản đáng kể so với lợi nhuận từ trái phiếu dài hạn, trái phiếu Bộ tài chính và tỷ lệ lạm phát tính bằng tỷ lệ tăng giá tiêu dùng hàng năm. Do đó, cổ phiếu có xu hướng tạo ra tỷ lệ lợi nhuận “thực” dương, tức là lợi nhuận sau khi đã loại bỏ mọi tác động do lạm phát gây ra[21]. Tuy nhiên các số liệu cũng chỉ ra rằng lợi nhuận từ cổ phiếu thường có độ biến thiên rất cao, được phản ánh qua độ lệch chuẩn và phạm vi lợi nhuận hàng năm, và được trình bày ở cột bên cạnh trong bảng. Lợi nhuận từ cổ phiếu thường biến thiên từ mức lãi trên 50% (trong năm 1933) đến mức lỗ gần tương đương (trong năm 1931). Rõ ràng, để kiếm thêm lợi nhuận từ cổ phiếu, nhà đầu tư phải chấp nhận độ rủi ro cao hơn rất nhiều. Các bạn cũng thấy cổ phiếu của công ty nhỏ thậm chí có tỷ lệ lợi nhuận cao hơn từ năm 1926, thế nhưng độ lệch chuẩn của các khoản lợi nhuận này còn lớn hơn so với cổ phiếu thường nói chung. Một lần nữa, chúng ta thấy rằng lợi nhuận lớn hơn thường song hành với mức độ rủi ro cao hơn.

Có nhiều giai đoạn kéo dài năm năm hoặc lâu hơn, cổ phiếu thường chỉ mang lại tỷ lệ lợi nhuận âm. Đầu thập niên 1930 là khoảng thời gian cực kỳ tệ hại đối với giới đầu tư chứng khoán. Giai đoạn đầu thập niên 1970 cũng chỉ chứng kiến tỷ lệ lợi nhuận âm. Chỉ số bình quân thị trường chứng khoán sụt giảm ⅓ giá trị trong suốt tháng 10/ 1987, thời điểm giá cổ phiếu biến động khủng khiếp nhất trong suốt giai đoạn từ thập niên 1930 đến năm 2005. Và giới đầu tư chứng khoán cũng biết quá rõ về thành tích nghèo nàn của cổ phiếu trong những năm đầu thế kỷ XXI. Mặc dù vậy, trong suốt một quãng thời gian dài, nhà đầu tư vẫn gặt hái được những khoản lợi nhuận lớn hơn khi chấp nhận rủi ro nhiều hơn. Tuy nhiên, với mức lợi nhuận họ tìm kiếm, luôn tồn tại một số cách thức giúp nhà đầu tư hạn chế rủi ro. Chính điều này đã đưa chúng ta đến với chủ đề chính của thuyết danh mục đầu tư hiện đại – thuyết giúp cách mạng hóa quan điểm đầu tư của giới chuyên gia.

Hạn chế rủi ro: Thuyết danh mục đầu tư hiện đại (MPT)

Thuyết danh mục đầu tư bắt đầu với giả thuyết cho rằng tất cả nhà đầu tư đều giống như vợ tôi – họ né tránh rủi ro. Họ muốn có tỷ lệ lợi nhuận cao và tiền lãi được đảm bảo. Thuyết này giúp cho nhà đầu tư biết cách thức kết hợp các loại cổ phiếu trong danh mục đầu tư nhằm giảm yếu tố rủi ro xuống mức thấp nhất có thể, tương xứng với mức lợi nhuận tìm kiếm. Thuyết này cũng đưa ra minh chứng toán học chặt chẽ cho câu danh ngôn đầu tư nổi tiếng từ bao đời nay: đa dạng hóa là một chiến lược khôn ngoan dành cho các nhà đầu tư cá nhân mong muốn hạn chế rủi ro.

Thuyết MPT được Harry Markowitz xây dựng vào những năm 1950, ông đã được trao giải

thưởng Nobel Kinh tế năm 1990 nhờ những đóng góp này. Cuốn sách có tựa đề *Porfolio Selection* (Lựa chọn danh mục đầu tư) chính là thành quả nghiên cứu luận văn tiến sỹ của ông tại trường Đại học Chicago. Harry sở hữu vốn kinh nghiệm vô cùng phong phú được tích lũy từ quá trình giảng dạy ở trường UCLA (University of California, Los Angeles), thiết kế ngôn ngữ máy tính tại tập đoàn RAND và hỗ trợ tập đoàn General Electric giải quyết vấn đề trong khâu sản xuất bằng phương thức mô phỏng máy tính. Thậm chí ông từng tham gia vào ban quản lý quỹ, khi giữ chức chủ tịch của Arbitrage Management Company, công ty quản lý một quỹ phòng hộ. Markowitz đã phát hiện ra rằng có thể kết hợp các danh mục cổ phiếu rủi ro (không ổn định) thành một danh mục duy nhất nhờ đó ít rủi ro hơn là để riêng cổ phiếu riêng lẻ.

Thuật toán của thuyết MPT rất khó hiểu và rắc rối; nó được bàn luận trên khắp các mặt báo, đồng thời khiến nhiều học giả trong giới học thuật bận rộn phân tích nghiên cứu thuật toán này. Bản thân thuyết MPT cũng là một công trình nghiên cứu không hề nhỏ. Song thật may mắn, bạn không cần phải đi qua mê cung lập trình bậc hai rối rắm để có thể hiểu được bản chất của lý thuyết này. Chỉ cần một ví dụ minh họa sẽ giúp bạn nắm bắt được rõ ràng bản chất vấn đề.

Giả sử chúng ta có một hòn đảo nhỏ chỉ có hai ngành nghề kinh doanh. Thứ nhất là một khu nghỉ mát rộng lớn với bãi biển, sân tennis, sân gôn và các trò giải trí khác. Thứ hai là nhà sản xuất ô. Thời tiết ảnh hưởng đến lợi nhuận của cả hai. Vào mùa nắng, khu nghỉ mát kinh doanh phát đạt trong khi doanh thu bán ô cứ thế lao dốc không phanh. Đến mùa mưa, tình hình kinh doanh của khu nghỉ mát cực kỳ ảm đạm, trong khi đó nhà sản xuất ô lại chứng kiến doanh thu và lợi nhuận tăng cao. Bảng dưới đây đưa ra số liệu về lợi nhuận giả thiết của hai doanh nghiệp trong hai mùa:

Bảng 8.3:

	Nhà sản xuất ô	*Chủ sở hữu khu nghỉ mát*
Mùa mưa	50%	-25%
Mùa nắng	-25%	50%

Giả sử, tính trung bình nửa năm là mùa nắng và nửa năm còn lại là mùa mưa (tức là xác suất của hai mùa nắng và mưa đều bằng ½). Nhà đầu tư mua cổ phiếu của công ty sản xuất ô nhận thấy nửa thời gian kiếm được 50% tiền lãi song nửa thời gian còn lại bị lỗ đến ¼ vốn đầu tư. Như vậy, tính trung bình nhà đầu tư đạt lợi nhuận 12,5%. Đây chính là tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng của nhà đầu tư. Tương tự như vậy, đầu tư vào khu nghỉ mát cũng có kết quả như trên. Đầu tư vào một trong hai lĩnh vực có độ rủi ro ngang nhau; tuy nhiên, kết quả rất dễ biến đổi và có khả năng nhiều mùa nắng hoặc mùa mưa sẽ xảy ra liên tiếp nhau, kéo dài thành một chuỗi.

Song, giả sử thay vì chỉ mua một loại chứng khoán, nhà đầu tư với 2 đô-la tiền vốn đã quyết định đa dạng hóa và đầu tư một nửa tiền vào nhà sản xuất ô và một nửa vào hoạt động kinh doanh khu nghỉ mát. Vào mùa mưa, một đô-la đầu tư vào khu nghỉ mát sẽ mang về 50 xu tiền

lãi, trong khi 1 đô-la đổ vào nhà sản xuất ô sẽ bị lỗ 25 cent. Như vậy tổng lợi nhuận của nhà đầu tư là 25 xu (50 xu trừ 25 xu), bằng 12,5% của tổng số tiền đầu tư 2 đô-la.

Xin bạn nhớ rằng, đến mùa mưa câu chuyện sẽ lập lại chính xác như vậy – chỉ có tên của hai doanh nghiệp đổi chỗ cho nhau. Đầu tư vào nhà sản xuất ô có tỷ lệ lợi nhuận khá tốt là 50% trong khi đầu tư vào khu nghỉ mát lỗ 25%. Tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn kiếm được 12,5% tiền lãi trên tổng số vốn đầu tư của mình.

Ví dụ minh họa đơn giản này đã chỉ ra ưu điểm cơ bản của phương pháp đa dạng hóa. Cho dù điều kiện thời tiết nền kinh tế trên đảo có biến đổi thế nào chăng nữa, thông qua hình thức đa dạng hóa đầu tư vào cả hai công ty, nhà đầu tư chắc chắn thu được tỷ lệ lợi nhuận 12,5%/năm. Thủ thuật giúp cho phương thức này phát huy hiệu quả đó là mặc dù cả hai công ty đều có độ rủi ro (tỷ lệ lợi nhuận biến thiên theo các năm), song hai công ty đều chịu những tác động khác nhau của điều kiện thời tiết. (Nói bằng ngôn ngữ thống kê, hai công ty có hiệp phương sai âm.) [22] Miễn là thời cơ của hai công ty thành phần trong nền kinh tế không tương đương nhau, phương thức đa dạng hóa có thể hạn chế rủi ro. Ngày nay, ở đâu tồn tại mối quan hệ hoàn toàn đối lập giữa thời cơ của các công ty (công ty này làm ăn phát đạt trong khi kết quả kinh doanh của công ty kia nghèo nàn), phương pháp đa dạng hóa có thể triệt tiêu hoàn toàn yếu tố rủi ro.

Tất nhiên, luôn luôn tồn tại một trở ngại, và trở ngại ở đây chính là lúc thời cơ của hầu hết các công ty tương đương nhau. Khi nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái, người dân bị mất việc, chẳng ai còn hứng thú đi nghỉ hè hay mua ô tô. Vì vậy trong thực tế chúng ta không nên kỳ vọng vào khả năng triệt tiêu rủi ro hoàn toàn như vừa trình bày ở trên. Tuy nhiên, do thời cơ của hai công ty không phải lúc nào cũng hoàn toàn song song, đầu tư vào một danh mục cổ phiếu được đa dạng hóa ít rủi ro hơn đầu tư vào một hay hai loại chứng khoán riêng lẻ.

Thật dễ dàng áp dụng bài học rút ra từ ví dụ minh họa trên vào việc thiết kế danh mục đầu tư thực. Giả sử bạn đang nghiên cứu kết hợp cổ phiếu của General Motors với hãng cung cấp lốp xe chính cho GM vào cùng một danh mục đầu tư. Liệu rằng phương thức đa dạng hóa có thể giúp bạn hạn chế nhiều nguy cơ rủi ro hay không? Có lẽ là không. Có thể không chính xác khi khẳng định " nếu cổ phiếu của GM dao động, cả đất nước cũng dao động theo," song có một điều chắc chắn là nếu doanh số bán hàng sụt giảm bất ngờ, GM sẽ mua ít lốp hơn. Nhìn chung, phương thức đa dạng hóa không có nhiều tiện ích nếu hiệp phương sai (mối tương quan) giữa lợi nhuận của hai công ty là một giá trị lớn.

Tuy nhiên, nếu GM được kết hợp với một nhà thầu chính phủ trong lĩnh vực đang khủng hoảng, đa dạng hóa danh mục đầu tư có thể làm giảm nguy cơ rủi ro đáng kể. Nếu chi tiêu của người tiêu dùng giảm xuống (hoặc nếu khủng hoảng dầu lửa gần như làm tê liệt đất nước), có nhiều khả năng doanh số bán hàng và thu nhập của GM cũng giảm và tỷ lệ thất nghiệp trên cả nước tăng lên. Nếu ở những thời kỳ có tỷ lệ thất nghiệp cao chính phủ có thói quen cung cấp một số hợp đồng cho khu vực khủng hoảng (nhằm xoa dịu tình trạng thất nghiệp), có nhiều khả năng lợi nhuận của GM và của nhà thầu sẽ không chuyển động cùng chiều. Hiệp phương sai của hai loại cổ phiếu rất nhỏ, thậm chí là một đại lượng âm.

Ví dụ trên có vẻ không được tự nhiên, và hầu hết nhà đầu tư sẽ nhận thấy khi thị trường sụp đổ hoàn toàn, gần như tất cả cổ phiếu đều trượt giá. Mặc dù vậy, ít nhất ở một số giai đoạn nào đó, một số loại cổ phiếu và nhóm tài sản chuyển động ngược chiều với thị trường; tức là chúng có

hiệp phương sai âm hay có hệ số tương quan âm. [23]

Bảng 8.4: Hệ số tương quan và Khả năng giảm bớt rủi ro bằng phương thức đa dạng hoá

Chỉ số tương quan	*Tác động của phương thức đa dạng hóa đối với mức độ rủi ro*
+1,0	Không thể giảm bớt rủi ro
0,5	Có thể giảm bớt rủi ro ở mức trung bình
0	Có thể giảm đáng kể nguy cơ rủi ro
- 0,5	Rủi ro gần như bị triệt tiêu
-1,0	Rủi ro bị triệt tiêu hoàn toàn

Bây giờ điều thú vị mới thật sự xuất hiện; không nhất thiết phải đạt hệ số tương quan âm để hạn chế rủi ro bằng phương pháp đa dạng hóa. Đóng góp to lớn của Markowitz cho túi tiền của nhà đầu tư chính là phát biểu cho rằng bất cứ đại lượng nào thấp hơn hệ số tương quan dương tuyệt đối đều có thể giảm bớt rủi ro. Kết quả nghiên cứu của ông được trình bày ở bảng trên. Các số liệu trong bảng đã khẳng định vai trò hết sức quan trọng của hệ số tương quan trong việc xác định xem liệu bổ sung thêm một loại chứng khoán hay danh mục tài sản có thể giúp giảm bớt nguy cơ rủi ro không.

Đa dạng hóa trong thực tế

Liệu có tồn tại hay không một điểm mà tại đó đa đạng hóa không còn phát huy tác dụng như cây đũa phép bảo vệ lợi nhuận cho nhà đầu tư? Rất nhiều nghiên cứu đã khẳng định câu trả lời chắc chắn là có. Đương nhiên, chuyên gia kinh tế học cũng đưa ra câu trả lời thẳng thắn đó.

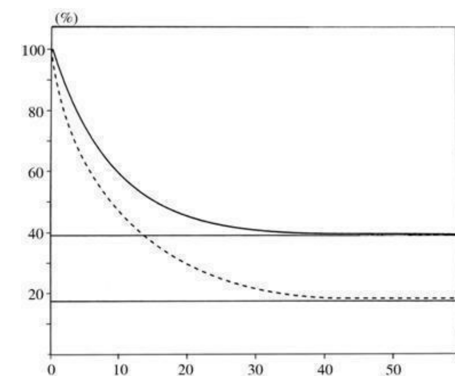
Như chúng ta có thể thấy trong biểu đồ sau đây, con số lý tưởng dành cho những người Mỹ bài ngoại – những người sợ phải vượt ra ngoài biên giới quốc gia – là tối thiểu 50 cổ phiếu Mỹ có giá trị như nhau, được đa dạng hợp lý (rõ ràng, 50 cổ phiếu dầu lửa hay 50 cổ phiếu dịch vụ cung cấp điện dân dụng sẽ không hạn chế rủi ro với tỷ lệ ngang nhau). Danh mục vốn như vậy sẽ giúp giảm bớt trên 60% tổng nguy cơ rủi ro. Và hiệu suất chỉ dừng lại đến đó mà thôi, bởi vì tiếp tục tăng số lượng cổ phần cũng không giúp hạ bớt tỷ lệ rủi ro thêm nữa.

R?i ro (%)

C? phi?u M?

C? phi?u qu?c t?

Biểu đồ 8.2: Lợi ích từ hoạt động đa dạng hóa



Số lượng cổ phiếu

Những nhà đầu tư có tầm nhìn xa hơn (những người nhận thấy thế giới đã thay đổi khá nhiều kể từ khi Markowitz phát biểu lý thuyết của ông lần đầu tiên) có thể thiết lập hệ thống bảo vệ rộng hơn bởi vì các nền kinh tế nước ngoài không phải lúc nào cũng chuyển động đồng điệu với nền kinh tế Mỹ, đặc biệt các thị trường mới nổi. Ví dụ, giá dầu lửa tăng cao tác động xấu đến khu vực Châu Âu, Nhật Bản và thậm chí cả Mỹ, quốc gia tự cấp dầu lửa một phần. Tuy nhiên, tăng giá dầu lửa lại có tác động rất tốt cho nền kinh tế Indonesia, Venezuela, và các nước sản xuất dầu lửa ở Trung Đông. Tương tự như vậy, giá khoáng sản và nguyên liệu thô tăng lên mang lại hiệu quả tích cực cho các quốc gia có nguồn tài nguyên thiên nhiên phong phú nhưng ảnh hưởng tiêu cực đến nhiều quốc gia có nền sản xuất phát triển.

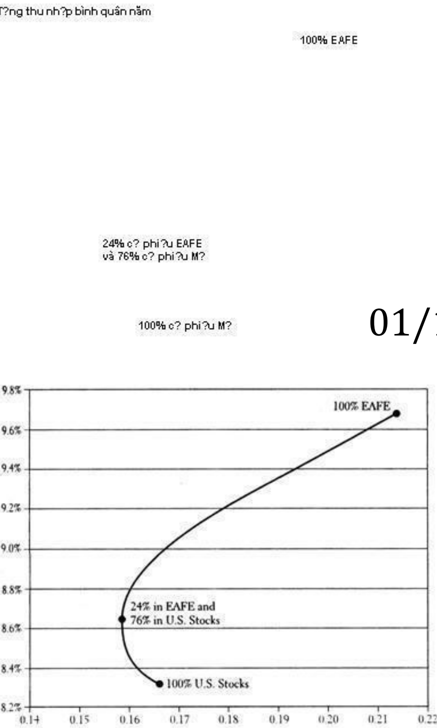
Như vậy, thành ra 50 cũng là con số hoàn hảo đối với các nhà đầu tư có tầm nhìn toàn cầu. Tuy nhiên, biểu đồ trên cho thấy nhóm đầu tư này có hệ thống bảo vệ tốt hơn cho tiền của họ. Trong trường hợp này, cổ phiếu không chỉ được tuyển chọn từ thị trường chứng khoán Mỹ và còn được thu thập từ thị trường quốc tế. Như kỳ vọng, danh mục đầu tư được đa dạng hóa trên phạm vi quốc tế có xu hướng chịu ít rủi ro hơn so với danh mục có quy mô tương tự song chỉ bao gồm các cổ phiếu của Mỹ.

Lợi ích của phương thức đa dạng hóa quốc tế đã được chứng minh thuyết phục, đầy đủ. Biểu đồ 8.3 chỉ ra tiền lãi thu được trong hơn 35 năm từ 1970 đến giữa năm 2006. Trong khoảng thời gian này, cổ phiếu nước ngoài (được xác định bằng chỉ số Morgan Stanley EAFE [Châu Âu, Australia và Viễn Đông] của các nước phát triển) có tỷ lệ lợi nhuận trung bình năm cao hơn một chút so với cổ phiếu Mỹ được tính theo chỉ số S&P 500. Tuy nhiên, cổ phiếu Mỹ an toàn hơn ở chỗ tỷ lệ lợi nhuận hàng năm ít biến động hơn. Sự tương quan giữa lợi nhuận từ hai chỉ số này trong suốt 35 năm rơi vào khoảng +0,5, chỉ hơi cao hơn bình thường một chút. Biểu đồ cũng cho thấy có thể kết hợp lợi nhuận và rủi ro (độ biến thiên) theo nhiều cách khác nhau nếu nhà đầu tư kết hợp cổ phiếu Mỹ và EAFE theo nhiều cách khác nhau. Ở bên tay phải biểu đồ, chúng ta thấy có thể đạt mức lợi nhuận cao hơn cùng với độ rủi ro lớn hơn (độ biến thiên lớn

hơn) nếu danh mục đầu tư chỉ có cổ phiếu EAFE. Phần bên trái biểu đồ biểu diễn lợi nhuận và độ rủi ro của danh mục vốn hoàn toàn đầu tư vào cổ phiếu trong nước. Đường kẻ đậm biểu diễn các cách thức kết hợp khác nhau giữa lợi nhuận và độ biến thiên tùy theo tỷ lệ phân bổ danh mục cổ phiếu khác nhau giữa cổ phiếu trong nước và nước ngoài.

Bạn có thể thấy khi danh mục vốn chuyển từ 100% cổ phiếu trong nước sang danh mục có số lượng cổ phiếu nước ngoài tăng dần lên, lợi nhuận cũng có xu hướng tăng lên bởi vì trong giai đoạn này cổ phiếu EAFE cho lợi nhuận cao hơn một chút so với cổ phiếu trong nước. Tuy nhiên, điểm cần chú ý ở đây là trên thực tế bổ sung thêm một số chứng khoán có độ rủi ro cao hơn lại giúp hạ thấp rủi ro của danh mục đầu tư – ít ra là trong một khoảng thời gian nhất định. Thế nhưng cuối cùng, khi tỷ lệ cổ phiếu EAFE (có độ rủi ro cao hơn) trong danh mục đầu tư càng ngày càng nhiều hơn, tổng tỷ lệ rủi ro sẽ tăng lên cùng với tổng tỷ lệ lợi nhuận.

Biểu đồ 8.3: Đa dạng hóa cổ phiếu của Mỹ và các nước phát triển khác



01/1970 – 06/2006

Độ biến thiên của lợi nhuận

Quá trình phân tích trên đã chỉ ra kết quả nghịch lý, tổng tỷ lệ rủi ro của danh mục đầu tư giảm đi khi bổ sung thêm một khối lượng nhỏ các cổ phiếu nước ngoài có độ rủi ro cao hơn. Chẳng hạn, mức lợi nhuận khá cao từ nhà sản xuất ôtô Nhật Bản bù đắp cho tỷ lệ lợi nhuận kém cỏi từ chứng khoán Mỹ khi giá cổ phiếu của Nhật tại thị trường Mỹ tăng lên. Trái lại, tỷ lệ lợi nhuận cao của các hãng sản xuất tại Mỹ sẽ bù đắp cho mức lợi nhuận thấp từ các nhà sản xuất nước ngoài khi đồng đô-la trở nên cạnh tranh hơn, còn Nhật Bản và khu vực Châu Âu suy thoái trong khi nền kinh tế Mỹ phất lên. Chính những dao động bù trừ như vậy đã giúp giảm tổng mức biến thiên của danh mục đầu tư cổ phiếu.

Như vậy, danh mục đầu tư có độ rủi ro thấp nhất bao gồm 24% chứng khoán nước ngoài và 76% chứng khoán Mỹ. Ngoài ra, bổ sung 24% cổ phiếu EAFE vào danh mục đầu tư trong nước cũng giúp tăng mức lợi nhuận. Hiểu theo nghĩa này, phương thức đa dạng hóa quốc tế gần giống như một bữa ăn nhẹ miễn phí có sẵn ở thị trường chứng khoán thế giới. Khi có thể đạt

được tỷ lệ lợi nhuận cao hơn với tỷ lệ rủi ro thấp hơn bằng cách bổ sung cổ phiếu quốc tế, không có nhà quản lý danh mục đầu tư cá nhân hay tổ chức nào lại không chú ý đến ưu điểm này.

Trong tương lai, không phải lúc nào cổ phiếu quốc tế cũng cho lợi nhuận cao hơn cổ phiếu Mỹ. Quá trình toàn cầu hóa đã phát triển mối tương quan giữa các trị trường phát triển. Tuy nhiên hệ số tương quan với thị trường mới nổi như Trung Quốc và Ấn Độ vẫn duy trì ở mức thấp. Miễn là hệ số tương quan giữa các thị trường không phải là một số dương tuyệt đối, giới đầu tư sẽ thu được lợi ích đáng kể từ phương thức đa dạng hóa quốc tế.

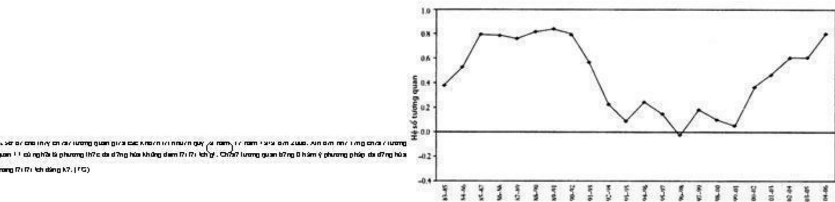
Nhà đầu tư nên cân nhắc việc đưa các cổ phiểu từ thị trường mới nổi vào bộ sưu tập của mình. Mặc dù thị trường chứng khoán mới nổi rất không ổn định – dao động lên xuống mạnh mẽ hơn nhiều so với thị trường chứng khoán Mỹ – tuy nhiên đa dạng hóa danh mục vốn với cổ phiếu của các thị trường này ở mức độ nào đó có thể giúp giảm bớt tính không ổn định tổng thể của danh mục đầu tư. Hệ số tương quan giữa chỉ số của các thị trường chứng khoán mới nổi và thị trường Mỹ thấp hơn nhiều so với hệ số tương quan giữa thị trường Mỹ và các thị trường phát triển khác. Ngoài ra, mối tương quan giữa lợi nhuận của thị trường mới nổi với thị trường phát triển ở khu vực Châu Âu và Châu Á cũng thấp. Phần lớn dân số Mỹ là người tiêu dùng toàn cầu: họ mua xe ôtô sản xuất ở Nhật và Đức, vô tuyến ở Châu Á và nhiều loại hàng hóa xuất xứ từ nước láng giềng Mexico kế bên cho đến đất nước Trung Quốc xa xôi. Giống như người tiêu dùng được lợi từ thị trường toàn cầu, nhà đầu tư cũng hưởng lợi thông qua hoạt động đầu tư toàn cầu. Hơn nữa, có nhiều công ty năng động, sáng tạo nhất xuất thân từ thị trường mới nổi. Nhà đầu tư có khả năng kiếm được nhiều tiền lãi hơn với độ rủi ro thấp hơn nhờ vào danh mục đầu tư cổ phiếu thường được chọn lựa từ thị trường nước ngoài phát triển, thị trường mới nổi cũng như thị trường trong nước.

Cũng có một số lý do thuyết phục để đa dạng hóa danh mục đầu tư với các nhóm tài sản khác. Quỹ tín thác đầu tư bất động sản (REIT) (bao gồm các cổ phiếu có thể tiêu thụ chủ yếu ở Sàn Giao dịch Chứng khoán New York) cho phép nhà đầu tư mua danh mục bất động sản thương mại. REIT cũng mang lại rất nhiều lợi ích đa dạng hóa hấp dẫn. Lợi nhuận từ bất động sản không chuyển động cùng chiều với các loại tài sản khác. Chẳng hạn, trong thời kỳ lạm phát leo thang, cổ phiếu bất động sản có khuynh hướng đạt hiệu suất cao hơn so với các cổ phiếu thường khác. Vì vậy, bổ sung bất động sản vào danh mục đầu tư có xu hướng giảm bớt tính bất ổn nói chung.

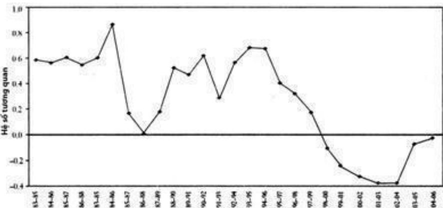
Một loại tài sản khác xuất hiện trong hầu hết danh mục đầu tư là trái phiếu. Trong Phần IV tôi sẽ mô tả chi tiết hơn các ưu điểm của trái phiếu, song ở đây tôi muốn chỉ ra lợi ích của loại tài sản này khi đa dạng hóa danh mục đầu tư. Dao động của trái phiếu dài hạn, đặc biệt là chứng khoán Bộ tài chính ngăn lạm phát không phản ánh dao động của các loại tài sản khác và thường sinh lời tương đối ổn định nếu được giữ đến cuối kỳ hạn. Hai biểu đồ dưới đây cho thấy hệ số tương quan của trái phiếu Bộ tài chính và bất động sản của Mỹ với thị trường chứng khoán Mỹ được duy trì khá thấp trong các khoảng thời gian ba năm, giúp mang lại nhiều lợi ích đa dạng hóa quan trọng; đồng thời trái phiếu Bộ Tài chính Mỹ không có khuynh hướng xấu đi theo thời gian. Trong phần IV, tôi sẽ lấy căn cứ là thuyết danh mục đầu tư để xây dựng phương thức phân bổ tài sản hợp lý cho các nhà đầu tư ở những độ tuổi khác nhau và có khả năng chấp nhận mức độ rủi ro khác nhau.

Biểu đồ 8.4: Hệ số tương quan giữa Thị trường bất động sản Mỹ (REIT) với Thị trường chứng khoán Mỹ*

Sơ đ? cho th?y ch?s? tương quan gi?a các kho?n l?i nhu?n quý (3 năm) trong giai đo?n t? năm 1983 đ?n 2006. Xin b?n nh? r?ng ch?s? tương quan +1 có ngh?a là phương th?c đa d?ng hóa không đem l?i l?i ích gì. H? s? tương quan b?ng 0 hàm ý phương pháp đa d?ng hóa mang l?i l?i ích đáng k?. (TG)



Biểu đồ 8.5: Hệ số tương quan giữa Thị trường trái phiếu Mỹ (Trái phiếu Bộ tài chính kỳ hạn 10 năm) với Thị trường chứng khoán Mỹ**



9. Rủi ro cao, Phần thưởng lớn

Những lý thuyết chỉ chính xác trong một nửa thời gian không đem lại hiệu quả kinh tế bằng giải pháp tung đồng xu.

—George J. Stigler, The Theory of Price (Lý thuyết Giá cả)

Như tất cả chúng ta đều biết, rủi ro luôn đi kèm với phần thưởng xứng đáng. Vậy nên từ lâu trong giới học thuật cũng như ở Phố Wall đã diễn ra cuộc cạnh tranh khai thác rủi ro hòng thu về khoản lãi béo bở hơn. Đó chính là nội dung chính được thảo luận ở chương này: hình thành công cụ phân tích để xác định mức độ rủi ro và trên cơ sở đó kiếm được những phần thưởng hậu hĩnh hơn.

Chúng ta sẽ bắt đầu với việc thanh lọc thuyết danh mục đầu tư hiện đại. Như đã nói ở chương trước, đa dạng hóa không thể triệt tiêu hoàn toàn rủi ro – như trong ví dụ về nền kinh tế trên hòn đảo giả tưởng mà tôi đưa ra – bởi vì tất cả cổ phiếu có khuynh hướng dao động lên xuống cùng nhau. Do đó, trong thực tế phương thức đa dạng hóa giúp giảm bớt một phần rủi ro chứ không phải là toàn bộ. Ba chuyên gia trong giới học thuật – William Sharpe cựu giáo sư trường đại học Stanford và hai chuyên gia tài chính quá cố John Lintner và Fischer Black – đã dành toàn bộ trí lực vào nghiên cứu để xác định xem đối với một loại chứng khoán phương thức đa dạng hóa có thể loại bỏ phần nào của yếu tố rủi ro và phần nào không triệt tiêu được. Kết quả công trình nghiên cứu của họ là mô hình định giá tài sản vốn. Giáo sư Sharpe được trao giải thưởng Nobel cho những cống hiến của ông với công trình nghiên cứu này năm 1990 cùng thời điểm Markowitz được vinh danh.

Logic cơ bản của mô hình định giá tài sản vốn đó là không ai nhận được phần thưởng nào nếu chỉ dám chấp nhận loại rủi ro có thể bị triệt tiêu bằng phương thức đa dạng hóa. Vì vậy, để đạt được tỷ lệ lợi nhuận dài hạn cao hơn từ danh mục đầu tư, bạn cần phải tăng độ rủi ro của danh mục mà đa dạng hóa không thể để triệt tiêu được. Thuyết danh mục đầu tư hiện đại đã được thanh lọc nhấn mạnh rằng nhà đầu tư am hiểu có thể vượt lên thị trường chung và giành phần thắng trong cuộc chạy đua lợi nhuận đơn giản bằng cách điều chỉnh danh mục đầu tư của họ với một thước đo rủi ro gọi là Beta.

Beta và Rủi ro hệ thống

Beta? Bằng cách nào ký tự Hy Lạp lại xuất hiện trong cuộc thảo luận của chúng ta? Chắc chắn nó không bắt nguồn từ câu chuyện của một người môi giới. Bạn có thể tưởng tượng người môi giới nào đó nói rằng: "Chúng ta có thể mô tả hợp lý tổng mức độ rủi ro của một loại chứng khoán (hay danh mục đầu tư) bằng tổng mức biến thiên (phương sai hay độ lệch chuẩn) của lợi nhuận thu được từ loại chứng khoán đó" hay không? Chúng tôi – những người làm nghề sư phạm thường nói như vậy. Ít nhất ở một mức độ nào đó, chúng tôi cũng cho rằng có thể gọi một phần trong tổng mức rủi ro hay độ biến thiên là *rủi ro hệ thống* của chứng khoán bắt nguồn từ mức độ biến thiên cơ bản của giá cổ phiếu nói chung cũng như xu hướng tất cả cổ phiếu chuyển động song song với thị trường. Tỷ lệ biến thiên lợi nhuận còn lại được gọi là *rủi ro không có hệ thống* nảy sinh từ những sự kiện riêng biệt của một công ty chẳng hạn như đình

công, phát hiện ra một loại sản phẩm mới, v.v...

Rủi ro hệ thống, cũng được gọi là rủi ro thị trường, nắm bắt phản ứng của cổ phiếu riêng lẻ (hoặc danh mục đầu tư) trước những chuyển động của thị trường chung. Một số cổ phiếu hoặc danh mục có xu hướng rất nhạy cảm với biến động của thị trường. Tuy nhiên, một số loại khác lại ổn định hơn. Có thể xác định tính bất ổn hay độ nhạy cảm tương đối này trước dao động của thị trường dựa trên kết quả trong quá khứ và thường được biết đến là ký tự Hy Lạp Beta.

Giờ đây bạn sắp hiểu hết tất cả những điều bạn đã từng muốn biết về Beta song lại không dám hỏi. Về cơ bản, Beta là sự biểu diễn rủi ro hệ thống dưới dạng số học. Mặc dù phải thực hiện khá nhiều phép tính, song mục đích cơ bản của việc xác định số đo Beta là nhằm đặt một vài con số chính xác nào đó vào cảm giác chủ quan mà nhà quản lý quỹ có từ nhiều năm nay. Thực chất, tính hệ số Beta chỉ là phép so sánh giữa dao động của một loại cổ phiếu (hoặc danh mục) cụ thể với dao động của thị trường nói chung.

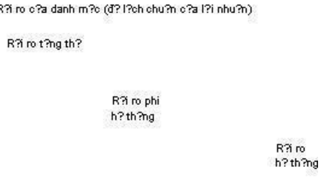
Đầu tiên, chúng ta sẽ gán giá trị Beta bằng 1 cho một chỉ số thị trường chung, chẳng hạn như chỉ số S&P 500. Nếu cổ phiếu có hệ số Beta bằng 2, vậy thì tính trung bình giá cổ phiếu sẽ biến thiên nhiều gấp đôi so với thị trường. Nếu thị trường tăng 10%, giá cổ phiếu có khuynh hướng tăng 20%. Nếu hệ số Beta của cổ phiếu bằng 0,5, cổ phiếu sẽ ổn định hơn thị trường (tức là giá sẽ tăng lên hoặc giảm xuống 5% khi thị trường tăng hoặc giảm 10%). Các chuyên gia thường gọi cổ phiếu có số đo Beta cao là khoản đầu tư tấn công và gọi cổ phiếu với số đo Beta thấp là khoản đầu tư phòng thủ.

Giờ đây, chúng ta đã nhận ra một điều hết sức quan trọng đó là không thể triệt tiêu rủi ro hệ thống bằng cách đa dạng hóa. Điều này hoàn toàn chính xác bởi lẽ tất cả cổ phiếu đều chuyển động sát nút nhau không ít thì nhiều (phần lớn độ biến thiên là có hệ thống) do đó ngay cả danh mục đầu tư cổ phiếu được đa dạng hóa cũng vẫn rủi ro. Quả thực, nếu bạn đa dạng hóa hoàn toàn bằng cách mua một cổ phần trong Chỉ số Thị Trường Chứng khoán (theo định nghĩa là loại chỉ số có hệ số Beta bằng 1), tỷ lệ lợi nhuận của bạn vẫn có khả năng biến thiên khá nhiều (rủi ro) bởi vì thị trường chung dao động mạnh mẽ.

Rủi ro phi hệ thống là sự biến thiên của giá cổ phiếu (và như vậy khiến lợi nhuận từ cổ phiếu biến thiên theo) được hình thành từ những sự kiện của một công ty riêng lẻ. Ký được hợp đồng mới có giá trị lớn, khám phá ra nguồn khoáng sản mới thuộc quyền sở hữu của công ty, khó khăn về nhân lực, gian lận tài chính, phát hiện ra thủ quỹ của công ty đã thụt két – tất cả sự kiện như vậy có thể làm cho giá cổ phiếu chuyển động khác nhịp với thị trường. Rủi ro gắn liền với sự kiện biến đổi như vậy có thể được giảm nhẹ thông qua phương thức đa dạng hóa. Toàn bộ luận điểm của thuyết danh mục đầu tư, trong một chừng mực nào đó, bao gồm các loại cổ phiếu không chuyển động cùng nhịp, thế nên mức độ biến thiên của lợi nhuận thu được từ bất kỳ loại chứng khoán nào cũng có thể bị triệt tiêu bởi mức biến thiên đi kèm trong lợi nhuận của các loại chứng khoán khác.

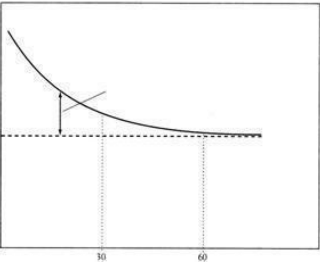
Giống như biểu đồ 8.2, biểu đồ 9.1 minh họa mối liên hệ quan trọng giữa đa dạng hóa và mức độ rủi ro tổng thể. Giả sử chúng ta lựa chọn ngẫu nhiên các loại chứng khoán có độ biến thiên trung bình chỉ bằng với độ biến thiên của thị trường (hệ số Beta trung bình cho các loại chứng khoán trong danh mục luôn bằng 1). Biểu đồ cho thấy khi chúng ta bổ sung càng nhiều chứng khoán, tổng mức rủi ro của danh mục càng giảm xuống, đặc biệt là ở thời kỳ đầu.

Khi 30 loại chứng khoán được lựa chọn trong danh mục của chúng ta, rủi ro phi hệ thống được loại trừ khá nhiều, và tiếp tục đa dạng hóa giúp giảm nhẹ nguy cơ rủi ro thêm một chút. Đến khi danh mục đầu tư được đa dạng hóa với 60 loại chứng khoán, rủi ro phi hệ thống được loại bỏ đáng kể và danh mục của chúng ta (với hệ số Beta bằng 1) có xu hướng chuyển động lên xuống tương đối song song với thị trường. Tất nhiên, chúng ta có thể tiến hành thí nghiệm tương tự với cổ phiếu có hệ số Beta trung bình bằng 1,5. Một lần nữa, chúng ta nhận thấy đa dạng hóa nhanh chóng thu nhỏ phần rủi ro phi hệ thống, song phần rủi ro hệ thống còn lại sẽ lớn hơn. Danh mục đầu tư có từ 60 loại cổ phiếu trở lên với hệ số Beta trung bình bằng 1,5 thường dao động nhiều hơn thị trường 50%.



S? lượng ch?ng khoán trong danh m?c đ?u tư

Biểu đồ 9.1: Hiệu quả của phương thức đa dạng hóa trong việc giảm bớt rủi ro



Bây giờ đến phần quan trọng nhất trong luận điểm này. Nhà lý luận và người hoạt động trong lĩnh vực tài chính đều cho rằng nhà đầu tư phải được bù đắp với mức lợi nhuận kỳ vọng cao hơn vì đã dám chấp nhận nhiều rủi ro hơn. Vì thế, giá cổ phiếu phải điều chỉnh để mang lại tỷ lệ lợi nhuận cao hơn khi tỷ lệ rủi ro cao hơn, để đảm bảo tất cả chứng khoán đều được nắm giữ. Rõ ràng, nhà đầu tư né tránh rủi ro sẽ không mua chứng khoán có độ rủi ro cao hơn mà lại không kỳ vọng thu được phần thưởng lớn hơn. Song không phải tất cả rủi ro của từng loại chứng khoán riêng lẻ đều có liên quan đến việc xác định phần thưởng cho lòng can đảm dám chấp nhận rủi ro. Rủi ro phi hệ thống được triệt tiêu dễ dàng với tỷ lệ đa dạng hóa hợp lý. Vậy nên, không có lý do gì để nghĩ rằng nhà đầu tư sẽ được đền bù nhiều hơn khi chấp nhận rủi ro phi hệ thống. Nhà đầu tư sẽ chỉ được bồi thường khi chịu phần rủi ro hệ thống trong tổng mức độ rủi ro, phần rủi ro mà phương pháp đa dạng hóa cũng phải chào thua. Vì vậy, mô hình định giá tài sản vốn khẳng định lợi nhuận (khoản bù rủi ro) từ bất kỳ cổ phiếu (hay danh mục) nào cũng liên quan đến hệ số Beta, phần rủi ro hệ thống không thể triệt tiêu bằng phương thức đa dạng hóa.

Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)

Kết luận về mối liên hệ ràng buộc giữa rủi ro và phần thưởng không hề mới. Từ nhiều năm nay, giới chuyên gia tài chính đã nhất trí rằng không phải lúc nào nhà đầu tư cũng được đền bù khi

chấp nhận thêm nhiều rủi ro. Điểm khác biệt ở công nghệ đầu tư mới đó là định nghĩa và cách thức xác định rủi ro. Trước khi mô hình định giá tài sản vốn ra đời, người ta vẫn tin rằng lợi nhuận của từng loại chứng khoán có liên quan đến tổng mức độ rủi ro sẵn có trong loại chứng khoán đó. Lợi nhuận thu được từ một loại chứng khoán biến thiên cùng với tính bất định trong thành tích cụ thể, tức là biến thiên theo mức độ biến đổi hay độ lệch chuẩn của tỷ lệ lợi nhuận do chứng khoán tạo ra. Lý thuyết mới phát biểu rằng tổng mức rủi ro của từng loại chứng khoán riêng lẻ không liên quan đến nhau. Chỉ có thành phần rủi ro hệ thống được tính khi phần thưởng được nâng lên.

Mặc dù chứng minh mệnh đề này vô cùng phức tạp, song tính chất logic đằng sau nó lại khá đơn giản. Chúng ta hãy thử nghiên cứu một trường hợp trong đó có hai nhóm cổ phiếu – Nhóm I và Nhóm II – mỗi nhóm có 60 loại chứng khoán. Giả sử rủi ro hệ thống (Beta) cho từng loại chứng khoán là 1; tức là, mỗi chứng khoán trong hai nhóm có xu hướng chuyển động lên xuống song song với thị trường chung. Bây giờ lại giả sử do những nhân tố riêng biệt của các loại chứng khoán trong nhóm I, tổng mức rủi ro của từng chứng khoán lớn hơn khá nhiều so với mức độ rủi ro của từng chứng khoán trong nhóm II. Ví dụ, chúng ta hãy thử tưởng tượng bên cạnh các sự kiện thị trường chung, chứng khoán trong nhóm I đặc biệt mẫn cảm với sự biến đổi thời tiết, thay đổi trong tỷ giá hối đoái hay thảm họa tự nhiên. Vì vậy, tỷ lệ rủi ro nội tại của từng loại chứng khoán trong nhóm I sẽ rất cao. Tuy nhiên, tỷ lệ rủi ro nội tại của cổ phiếu riêng lẻ thuộc nhóm II được cho là rất thấp, do đó tổng mức rủi ro của mỗi loại sẽ rất thấp. Tất cả điều này được trình bày ở bảng sau:

Bảng 9.1:

Nhóm I (60 chứng khoán)	*Nhóm II (60 chứng khoán)*
Rủi ro hệ thống (Beta) của từng loại chứng khoán = 1	Rủi ro hệ thống (Beta) của từng loại chứng khoán = 1
Tỷ lệ rủi ro nội tại của từng loại chứng khoán ở mức cao	Tỷ lệ rủi ro nội tại của từng loại chứng khoán ở mức thấp
Tổng tỷ lệ rủi ro của từng loại chứng khoán ở mức cao	Tổng tỷ lệ rủi ro của từng loại chứng khoán ở mức thấp

Theo lý thuyết được chấp nhận rộng rãi trước khi mô hình định giá tài sản vốn ra đời, lợi nhuận từ danh mục đầu tư bao gồm các chứng khoán trong nhóm I phải lớn hơn so với lợi nhuận từ danh mục được cấu thành từ chứng khoán thuộc nhóm II, bởi vì mỗi chứng khoán ở nhóm I có tổng tỷ lệ rủi ro cao hơn và rủi ro, như chúng ta đã biết, đi kèm với phần thưởng tương xứng. Thế nhưng chỉ với một lần vẩy chiếc đũa phép trí tuệ, các chuyên gia giới học thuật đã thay đổi lối suy nghĩ đó. Dưới mô hình định giá tài sản vốn, lợi nhuận từ hai danh mục sẽ bằng nhau. Tại sao vậy?

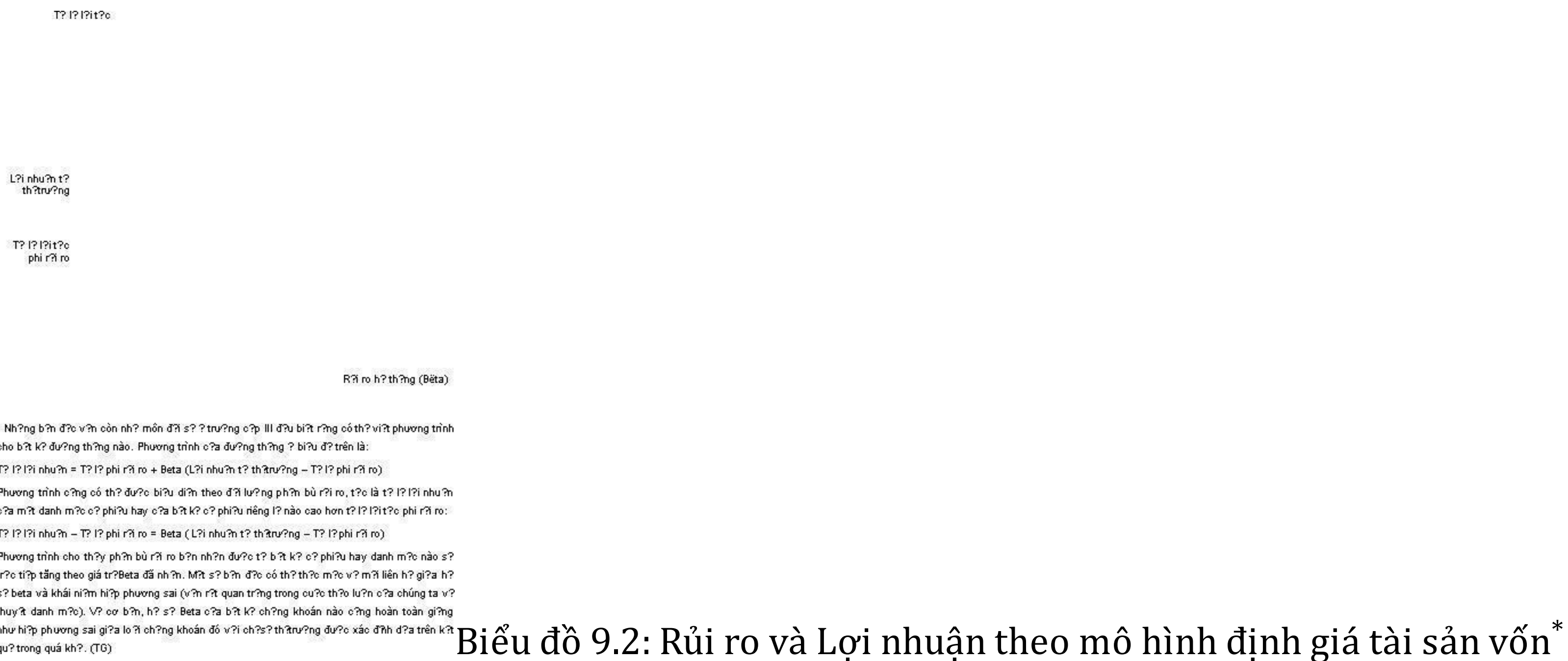
Đầu tiên, hãy nhớ lại biểu đồ 9.1. Trong biểu đồ này, chúng ta thấy rằng khi số lượng chứng khoán trong danh mục đạt đến con số 60 thì tổng mức rủi ro của danh mục giảm xuống chỉ còn phần rủi ro hệ thống. Tất cả rủi ro phi hệ thống đã bị triệt tiêu. Giờ đây, bạn có thể thấy ở bảng trên, mỗi danh mục bao gồm 60 loại chứng khoán. Điều này có nghĩa là phần rủi ro phi hệ thống về cơ bản đã được loại bỏ hoàn toàn: Thảm họa bất ngờ do thiên nhiên gây ra được cân bằng nhờ tỷ lệ hối đoái có lợi hơn. Những gì còn lại chỉ là phần rủi ro hệ thống của từng cổ phiếu trong danh mục, được tính bằng hệ số Beta. Tuy nhiên, mỗi loại cổ phiếu trong hai danh mục này đều có hệ số Beta bằng 1. Như vậy, danh mục gồm chứng khoán nhóm I và danh mục hình thành từ chứng khoán nhóm II sẽ cho kết quả hoàn toàn giống nhau về khía cạnh rủi ro (độ lệch chuẩn), mặc dù cổ phiếu nhóm I có tổng tỷ lệ rủi ro cao hơn cổ phiếu nhóm II.

Hai quan điểm cũ và mới mâu thuẫn với nhau. Theo hệ thống định giá cũ, chứng khoán Nhóm I được xem là mang lại mức lợi nhuận lớn hơn bởi vì tỷ lệ rủi ro cao hơn. Mô hình định giá vốn cổ phần lại nói rằng nắm giữ chứng khoán nhóm I không hề rủi ro hơn nếu *chứng khoán được đặt trong một danh mục đa dạng hóa*. Trên thực tế, nếu chứng khoán nhóm I thật sự đem lại mức lợi nhuận cao hơn, vậy thì mọi nhà đầu tư sáng suốt đều thích chứng khoán nhóm I hơn nhóm II và cố gắng sắp xếp lại cổ phần của họ để đạt được nhiều lợi nhuận hơn từ nhóm I. Thế nhưng chính quá trình này sẽ nâng giá của chứng khoán nhóm I lên và dìm giá chứng khoán nhóm II xuống cho đến khi đạt được trạng thái cân bằng (khi nhà đầu tư không còn muốn chuyển từ loại chứng khoán này sang loại chứng khoán khác), danh mục của từng nhóm có lợi nhuận bằng nhau, tương ứng với phần rủi ro hệ thống (Beta) thay vì tổng mức rủi ro (bao gồm cả phần rủi ro phi hệ thống hay rủi ro nội tại). Do có thể kết hợp cổ phiếu vào một danh mục để triệt tiêu phần rủi ro nội tại, nên chỉ có rủi ro không thể đa dạng hóa hay rủi ro hệ thống mới đem lại phần thưởng. Nhà đầu tư sẽ không được đền bù cho những rủi ro có thể loại bỏ bằng cách đa dạng hóa. Đây chính là tính chất logic cơ bản ẩn sau mô hình định giá tài sản vốn.

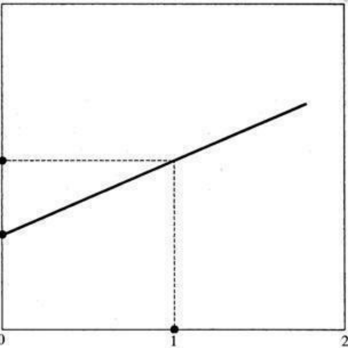
Nói tóm lại, mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) có thể được chứng minh như sau: Nếu nhà đầu tư thật sự nhận được khoản lãi lớn hơn (khoản bù rủi ro) khi chấp nhận rủi ro phi hệ thống, vậy thì hóa ra danh mục được đa dạng hóa với cổ phiếu có tỷ lệ rủi ro phi hệ thống cao sẽ mang về nhiều lợi nhuận hơn so với danh mục có độ rủi ro tương đương song được cấu thành từ các cổ phiếu có tỷ lệ rủi ro phi hệ thống thấp hơn. Giới đầu tư sẽ chộp lấy cơ hội để kiếm nhiều lãi hơn, nâng giá cổ phiếu với tỷ lệ rủi ro phi hệ thống cao và bán cổ phiếu có số đo Beta tương đương song có tỷ lệ rủi ro phi hệ thống thấp hơn. Quá trình này cứ tiếp diễn cho đến khi lợi nhuận của các cổ phiếu với hệ số Beta bằng nhau được cân bằng và nhà đầu tư không được đền bù khi chấp nhận rủi ro phi hệ thống. Bất kỳ kết quả chứng minh nào khác cũng sẽ không thống nhất với sự tồn tại của thị trường hiệu quả.

Mối liên hệ then chốt trong thuyết danh mục đầu tư hiện đại mới được minh họa trong biểu đồ dưới đây. Khi tỷ lệ rủi ro hệ thống (Beta) của một loại cổ phiếu (danh mục) tăng lên, tỷ lệ lợi nhuận của nhà đầu tư kỳ vọng cũng tăng lên. Nếu danh mục có hệ số Beta bằng 0, chẳng hạn như trong trường hợp tất cả vốn được đầu tư vào chứng chỉ tiết kiệm ngân hàng được chính phủ đảm bảo (hệ số Beta bằng 0 vì lợi nhuận từ chứng chỉ sẽ không biến thiên theo dao động của thị trường chứng khoán), nhà đầu tư sẽ chỉ nhận được tỷ lệ lợi nhuận khiêm tốn, thường được gọi là tỷ lệ lợi tức phi rủi ro. Tuy nhiên, khi nhà đầu tư cá nhân chấp nhận tỷ lệ rủi ro cao hơn, tiền lãi cũng sẽ nhiều hơn. Nếu nhà đầu tư nắm giữ danh mục với hệ số Beta bằng 1 (chẳng hạn khi nắm giữ theo chỉ số bình quân của thị trường chứng khoán chung), lợi nhuận

của nhà đầu tư sẽ bằng với lợi nhuận chung từ cổ phiếu thường. Qua thời gian



Biểu đồ 9.2: Rủi ro và Lợi nhuận theo mô hình định giá tài sản vốn*



dài, mức lợi nhuận này vượt trội hơn tỷ lệ lợi tức phi rủi ro, song đây là một khoản đầu tư rủi ro. Trong những khoảng thời gian nhất định, lợi nhuận thấp hơn nhiều so với tỷ lệ lợi tức phi rủi ro và có nguy cơ phải chịu thua lỗ nặng nề. Như chúng ta đã nói, đây chính là tính chất của rủi ro.

Biểu đồ cho thấy có thể đạt được nhiều tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng khác nhau đơn giản bằng cách điều chỉnh hệ số Beta của danh mục đầu tư. Chẳng hạn, giả sử nhà đầu tư đặt một nửa tiền vào chứng chỉ tiết kiệm và một nửa vào một cổ phiếu của thị trường, theo chỉ số bình quân thị trường. Trong trường hợp này, tỷ lệ lợi nhuận nhà đầu tư nhận được sẽ ở giữa lợi nhuận phi rủi ro và lợi nhuận từ thị trường, đồng thời danh mục đầu tư sẽ có hệ số Beta bình quân là 0,5.[24] Mô hình CAPM khẳng định rất đơn giản rằng để đạt được mức lợi nhuận trung bình dài hạn cao hơn, bạn chỉ nên tăng hệ số Beta của danh mục đầu tư. Nhà đầu tư có thể thiết kế danh mục đầu tư với số đo Beta lớn hơn 1 bằng cách mua cổ phiếu có hệ số Beta cao hoặc mua một danh mục cổ phiếu bảo chứng có độ biến thiên trung bình (xem biểu đồ ở trên và bảng dưới đây). Một quỹ do ngân hàng West Coast đề xuất chắc hẳn sẽ cho phép nhà đầu tư mua cổ phiếu bảo chứng theo chỉ số trung bình S&P, vì vậy tăng cả tỷ lệ rủi ro lẫn phần thưởng tiềm năng. Tất nhiên, trong giai đoạn giá cổ phiếu sụt giảm mạnh, một quỹ như vậy sẽ khiến nhà đầu tư bị mất sạch chỉ trong nháy mắt. Điều này lý giải tại sao quỹ thu hút được ít khách hàng.

Giống như cổ phiếu – cũng có mốt thời thượng – hệ số Beta trở nên thịnh hành vào đầu thập niên 1970. Tạp chí danh tiếng *Institutional Investor* thường dành phần lớn nội dung để thuật lại thành tích của các nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp. Với mục đích ủng hộ trào lưu Beta mới, trên trang bìa của tạp chí này đã đăng hình chữ Beta đặt trên đỉnh một ngôi đền kèm theo dòng tít của câu chuyện hấp dẫn "Tôn thờ hệ số Beta! Phương thức xác định rủi ro mới." Tạp chí này đã chỉ ra rằng nhà đầu tư vốn không có khả năng thực hiện những phép chia loằng ngoằng giờ đây "đang quấn quýt với hệ số Beta và nói lời giã biệt với các tiến sỹ chuyên về lĩnh vực lý thuyết thống kê." Ngay cả ủy ban SEC cũng chấp nhận Beta là thước đo rủi ro trong Báo cáo Nghiên cứu Nhà đầu tư tổ chức.

Bảng 9.2: Minh họa thiết kế danh mục đầu tư *

Hệ số Beta mong muốn	Thành phần danh mục	Lợi nhuận kỳ vọng
0	đô-la 1 trong tài sản phi rủi ro	10%
½	đô-la 0,5 trong tài sản phi rủi ro	½ (0,1) + ½ (0,15) = 0,125
	đô-la 0,5 trong danh mục thị trường	hay 12,5% †
1	đô-la 1 trong danh mục thị trường	15%
1,5	đô-la 1,5 trong danh mục thị trường vay 0,5 đô-la với tỷ lệ 10%	1½ (0,15) – ½ (0,1) = 0,175 hay 17,5%

* Giả sử lợi nhuận thị trường kỳ vọng là 15% và tỷ lệ lợi nhuận phi rủi ro là 10%.

† Chúng ta cũng có thể sử dụng trực tiếp công thức đi kèm với biểu đồ trước để tính được lợi nhuận kỳ vọng:

Tỷ lệ lợi nhuận = 0,1 + ½ (0,15 – 0,1) = 0,125 hay 12,5%

Ở Phố Wall những người sớm đam mê hệ số Beta huênh hoang rằng họ có thể đạt được tỷ lệ lợi nhuận dài hạn cao hơn chỉ đơn giản bằng cách mua một vài loại cổ phiếu có hệ số Beta cao. Những người cho rằng họ có thể xác định thời điểm thị trường lại nghĩ họ có ý tưởng thậm chí còn tuyệt vời hơn bằng cách mua cổ phiếu với hệ số Beta cao khi thị trường đang chuyển động lên, quay sang cổ phiếu có hệ số Beta thấp khi lo sợ thị trường có thể đảo chiều đi xuống. Để đáp ứng thái độ nhiệt tình ủng hộ ý tưởng đầu tư mới này, các hãng môi giới đua nhau mở dịch vụ xác định hệ số Beta và đây được coi là biểu tượng cho sự tiến bộ của tổ chức đầu tư khi tự đưa ra ước tính về hệ số Beta của chính mình. Ngày nay, các hãng môi giới như Merrill Lynch và dịch vụ tư vấn đầu tư như Value Line và Morningstar vẫn cung cấp dịch vụ ước tính hệ số Beta. Những người lăng xê hệ số Beta đã bán sản phẩm của họ với mức giá gây choáng váng đối với ngay cả những học giả xoàng nhiệt tình nhất luôn dốc sức truyền bá chân lý Beta.

Nào chúng ta cùng ngắm bảng thành tích

Trong Phần I vở kịch *Henry IV* của đại thi hào Shakespeare, Glendower đã khoác lác khi nói với Hotspur rằng: “Tôi có thể gọi ra những linh hồn từ nơi sâu thẳm.” Hotspur đáp lại dửng dưng: “Thì sao nào, tôi hay bất kỳ ai cũng có thể gọi ra”. “Nhưng những linh hồn có đến khi anh gọi không?” Bất cứ người nào cũng có thể xây dựng các lý thuyết về cách thức vận hành của thị trường chứng khoán và mô hình định giá tài sản vốn chỉ đơn giản là lý thuyết mà thôi. Câu hỏi thật sự quan trọng là: Lý thuyết này có hiệu quả hay không?

Chắc chắn nhiều nhà đầu tư tổ chức bám chặt lấy khái niệm hệ số Beta. Xét đến cùng, Beta chỉ là một sản phẩm của lý thuyết suông. Điều gì có thể nhàm chán hơn thế? Chỉ đơn giản là một con số mô tả độ rủi ro của cổ phiếu, Beta gần như chẳng đem lại lợi lộc gì cả. Đúng là Beta đòi hỏi phải có khoản đầu tư lớn vào các chương trình máy tính, song những chuyên gia lập biểu hay nhốt mình trong phòng rất say mê hệ số này. Cho dù bạn không tin vào hệ số Beta, bạn vẫn phải nói ngôn ngữ Beta, bởi vì, trở lại với các trường đại học của Mỹ, tôi cùng với các đồng nghiệp đã lập được một danh sách dài các tiến sỹ và thạc sỹ đã xây dựng hệ thống thuật ngữ về Beta. Họ trở nên chuyên nghiệp hơn và giờ đây sử dụng Beta là phương thức đánh giá thành tích của nhà quản lý danh mục đầu tư. Nếu lợi nhuận thực lớn hơn lợi nhuận được dự đoán theo hệ số Beta của danh mục đầu tư, người ta nói rằng người quản lý đã tạo ra được hệ số Alpha dương. Nhiều tiền được đổ vào thị trường để tìm đến những người quản lý có thể đem lại hệ số Alpha lớn nhất.

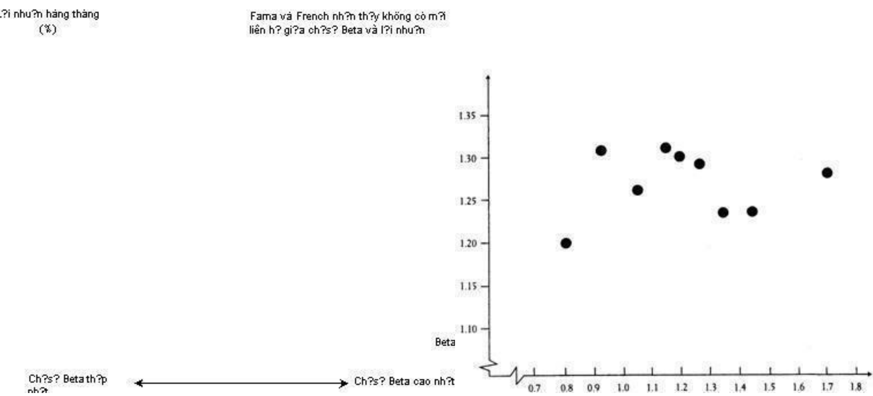
Thế nhưng, Beta có phải là một thước đo rủi ro hiệu quả hay không? Liệu danh mục với hệ số Beta cao có mang lại lợi nhuận dài hạn cao hơn so với danh mục có hệ số Beta thấp, như mô hình định giá tài sản vốn khẳng định? Liệu có phải chỉ riêng hệ số Beta cũng đủ để tổng hợp được tất cả rủi ro hệ thống của chứng khoán hay chúng ta cần phải cân nhắc đến các nhân tố khác? Nói tóm lại, hệ số Beta có thật sự xứng đáng với một hệ số Alpha hay không? Đó vẫn là

những đề tài gây tranh cãi gay gắt hiện nay giữa giới học thuật và những người hoạt động trên Phố Wall.

Trong một nghiên cứu được công bố năm 1992, Eugene Fama và Kenneth French đã chia tất cả cổ phiếu được giao dịch trên sàn New York, American và NASDAQ thành thập phân vị theo giá trị Beta đo được trong giai đoạn từ 1963 đến 1990. Thập phân vị 1 bao gồm 10% của tất cả cổ phiếu có hệ số Beta thấp nhất; thập phân vị 10 có 10% cổ phiếu có hệ số Beta cao nhất. Kết quả ấn tượng (được trình bày ở biểu đồ 9.3) cho thấy thực chất không có liên hệ nào giữa lợi nhuận của danh mục thập phân vị và giá trị Beta. Tôi cũng tìm thấy kết quả tương tự về mối liên hệ giữa lợi nhuận và hệ số Beta của quỹ đầu tư. Kết quả của Fama và French cho thấy dường như không tồn tại mối liên hệ nào giữa lợi nhuận của cổ phiếu hay danh mục và đại lượng Beta xác định mức độ rủi ro.

Do tập trung vào một giai đoạn kéo dài đến gần 30 năm, công trình nghiên cứu tổng thể của Fama và French đã kết luận rằng mối liên hệ giữa hệ số Beta và lợi nhuận gần như không tồn tại. Beta, công cụ phân tích chủ đạo của mô hình định giá tài sản vốn, không phải là một thước đo hữu hiệu để nắm bắt mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận. Vì vậy, đến giữa thập niên 1990, không chỉ những người hoạt động ở Phố Wall mà ngay cả chuyên gia trong giới học thuật đã nhanh chóng quẳng hệ số Beta vào đống đồ phế thải. Tạp chí tài chính trước đó đã ca tụng thế lực của Beta, giờ đây lại đăng tải những câu chuyện với tựa đề như “Cái chết của Beta”, “Bye, Bye Beta” và “Beta gục ngã.” Tiêu biểu nhất là bức thư được trích dẫn trên *Institutional Investor* của một tác giả được biết đến với bút danh là “Quant bí ẩn”[25] Lá thư bắt đầu như thế này: “Đã xảy ra một sự kiện cực kỳ nghiêm trọng liên quan đến hoạt động quản lý tiền. Mô hình định giá tài sản vốn đã bị khai tử.” Tạp chí tiếp tục trích lời của một “Quant trở mặt” như sau: “Đối với giới đầu tư, các phép toán hiện đại cũng sẽ chìm nghỉm giống như tàu Titanic.” Và như vậy toàn bộ công cụ tạo nên công nghệ đầu tư mới – thậm chí kể cả thuyết danh mục đầu tư hiện đại – vẫn bị bao phủ trong đám mây ngờ vực.

Biểu đồ 9.3: Lợi nhuận bình quân tháng so với chỉ số Beta: giai đoạn 1963 - 1990 (Nghiên cứu của Fama và French)



Thẩm định bằng chứng

Phán đoán của riêng tôi đó là vị “Quant trở mặt” đã sai lầm. Việc phát hiện ra vết nứt nghiêm trọng trong mô hình CAPM không dẫn tới hiện tượng giũ bỏ hoàn toàn các công cụ toán học trong phân tích tài chính và quay trở lại với phương thức phân tích chứng khoán truyền thống. Hơn nữa, tại thời điểm hiện nay, tôi vẫn chưa có ý định viết lời cáo phó cho Beta. Tôi tin rằng

có nhiều lý do để tránh đưa ra kết luận vội vã.

Thứ nhất, cần phải nhớ rằng tỷ lệ lợi nhuận ổn định được chuộng hơn, tức là ít rủi ro hơn các khoản lợi nhuận biến đổi. Rõ ràng, nếu một nhà đầu tư chỉ kiếm được lợi nhuận từ lĩnh vực khai thác dầu mỏ bằng với lợi nhuận từ một loại chứng khoán chính phủ phi rủi ro, thì chỉ có những kẻ máu mê cơ bạc mới đâm đầu vào khai thác dầu mỏ. Nếu nhà đầu tư thật sự không bận tâm đến tính chất bất định, hẳn thị trường chứng khoán phái sinh hàng nghìn tỷ đô-la sẽ không phát triển hưng thịnh như bây giờ. Bởi vậy, thước đo Beta của tính bất định tương đối nắm bắt được một vài khía cạnh về khái niệm mà chúng ta thường nghĩ là rủi ro. Và hệ số Beta của danh mục trong quá khứ đã thực hiện khá tốt chức năng dự đoán tính bất định tương đối trong tương lai.

“Anh không cảm thấy áy náy tí gì khi vội vã kết luận thuyết MPT chẳng đem lại lợi ích gì sao?”

“Anh không cảm thấy áy náy tí gì khi vội vã kết luận thuyết MPT chẳng đem lại lợi ích gì sao?”

Cuối cùng, nhà đầu tư cần phải biết rằng thậm chí nếu mối quan hệ lâu dài giữa Beta và lợi nhuận rất mờ nhạt, hệ số Beta vẫn có thể là một công cụ quản lý đầu tư có ích. Nếu trong thực tế xuất hiện trường hợp cổ phiếu có hệ số Beta thấp chắc chắn mang lại tỷ lệ lợi nhuận tối thiểu bằng với cổ phiếu có hệ số Beta cao, thì khi đó Beta với tư cách là một công cụ đầu tư thậm chí còn giá trị nhiều hơn so với vai trò xác định rủi ro vốn có của nó khi mô hình định giá tài sản vốn có hiệu quả. Nhà đầu tư sẽ thâu tóm cổ phiếu có hệ số Beta thấp và thu được khoản lãi hấp dẫn tương đương với khoản lãi từ thị trường chung song với mức độ rủi ro thấp hơn nhiều. Còn nhà đầu tư mong muốn tìm kiếm lợi nhuận béo bở hơn bằng cách chấp nhận nhiều rủi ro hơn sẽ mua bảo chứng và nắm giữ cổ phiếu với hệ số Beta thấp, như vậy tăng cả tỷ lệ rủi ro lẫn lợi nhuận. Hơn nữa, Beta có thể là một thước đo rủi ro hữu ích trong giai đoạn thị trường chao đảo dữ dội. Trong suốt 50 năm qua, cổ phiếu có hệ số Beta cao có xu hướng sụt giá nhiều hơn cổ phiếu có hệ số Beta thấp trong thị trường giá xuống. Đúng là cổ phiếu công nghệ có hệ số Beta cao đã hứng một cú đòn đau trong giai đoạn thị trường sụt giá những năm đầu thế kỷ XXI. Thế nhưng, có một điều rõ ràng là Beta không thay thế cho bộ não của chúng ta và không thể tin tưởng như một nhà tiên tri lợi nhuận dài hạn trong tương lai. Tuy nhiên, theo nhận định của cá nhân tôi, báo cáo về sự “ra đi” vĩnh viễn của Beta vẫn có phần hấp tấp.

Cuộc truy tìm thước đo rủi ro hiệu quả hơn của các Quant: Thuyết định giá Arbitrage**[26]**

Nếu hệ số Beta bị phủ nhận vai trò là một thước đo rủi ro hiệu quả, vậy thì có giá trị nào thay thế Beta hay không? Stephen Ross là một trong những người tiên phong trong lĩnh vực xác định rủi ro. Ross đã phát triển lý thuyết định giá ở thị trường vốn có tên là Thuyết định giá Arbitrage (APT). Để hiểu được logic của thuyết APT, chúng ta cần phải nhớ bản chất cốt lõi ẩn trong mô hình CAPM: Nhà đầu tư chỉ được đền bù khi chịu chấp nhận loại rủi ro không thể triệt tiêu bằng phương thức đa dạng hóa. Trên thị trường, chỉ có rủi ro hệ thống mới có khoản bù rủi ro (risk premium). Tuy nhiên, phần rủi ro hệ thống của một loại cổ phiếu hay danh mục cụ thể có thể quá phức tạp nên không thể xác định được bằng thước đo Beta – cổ phiếu có xu hướng chuyển động theo thị trường dù ít dù nhiều. Nguyên nhân là do bất kỳ chỉ số cổ phiếu cụ thể nào cũng không thể là đại diện hoàn hảo của thị trường chung. Vì vậy, hệ số Beta có thể không nắm bắt được một số yếu tố rủi ro hệ thống rất quan trọng.

Bây giờ chúng ta thử nghiên cứu một vài loại rủi ro hệ thống. Chẳng hạn, thay đổi thu nhập quốc dân có thể gây ra tác động hệ thống đến lợi nhuận của cổ phiếu riêng lẻ. Điều này đã được chỉ ra trong ví dụ minh họa về nền kinh tế giản đơn tại hòn đảo giả tưởng trong chương 8. Hơn nữa, thay đổi thu nhập quốc gia cũng phản ánh sự thay đổi trong thu nhập cá nhân, đồng thời có thể kỳ vọng mối liên hệ có hệ thống giữa lợi nhuận từ chứng khoán và tiền lương sẽ có ảnh hưởng lớn đến hành vi của từng cá nhân. Chẳng hạn, nhân viên trong nhà máy GM sẽ nhận thấy giữ cổ phiếu thường của GM rất rủi ro, do tình trạng thiếu việc và lợi nhuận nghèo nàn từ cổ phiếu GM có nguy cơ xảy ra cùng một lúc. Thay đổi thu nhập quốc dân cũng có thể phản ánh sự thay đổi trong thu nhập từ các nguồn tài sản khác, có liên quan đến nhà quản lý danh mục đầu tư tổ chức.

Những thay đổi về lãi suất cũng gây ra các tác động có hệ thống đến lợi nhuận của mỗi loại cổ phiếu, đồng thời đây cũng là các yếu tố rủi ro quan trọng không thể đa dạng hóa. Ở một mức độ nào đó, cổ phiếu có xu hướng xấu đi khi lãi suất tăng lên, vốn cổ phần là khoản đầu tư rủi ro và những loại cổ phiếu dễ bị tác động xấu khi mức lãi suất chung tăng lên cũng cực kỳ rủi ro. Vì vậy, một số loại cổ phiếu và các khoản đầu tư thu nhập cố định có khuynh hướng chuyển động song song, chúng sẽ không giúp ích gì trong việc hạn chế rủi ro của một danh mục trái phiếu. Bởi vì chứng khoán có thu nhập cố định chiếm phần chủ đạo trong danh mục của nhiều nhà đầu tư tổ chức, cho nên yếu tố rủi ro hệ thống có ý nghĩa cực kỳ quan trọng đối với một số nhà đầu tư lớn trên thị trường. Rõ ràng, những nhà đầu tư hiểu rủi ro theo nghĩa rộng nhất và có ý nghĩa nhất sẽ nhạy cảm với xu hướng của một số loại cổ phiếu bị ảnh hưởng lớn trước sự thay đổi của lãi suất.

Tương tự như vậy, tỷ lệ lạm phát thay đổi cũng thường tác động có hệ thống lên lợi nhuận của cổ phiếu thường. Có ít nhất hai nguyên nhân gây ra tác động này. Thứ nhất, hiện tượng lạm phát gia tăng thường có xu hướng khiến lãi suất tăng cao lên và vì vậy hạ thấp giá của một số loại cổ phiếu thường. Thứ hai, lạm phát tăng lên có thể làm giảm biên lợi nhuận của một số nhóm công ty – chẳng hạn như ngành dịch vụ công cộng thường có mức tăng lợi nhuận thấp hơn mức tăng chi phí. Mặt khác, lạm phát có thể tác động tích cực đến giá của một số loại cổ phiếu thường trong lĩnh vực công nghiệp tài nguyên thiên nhiên. Do vậy, một lần nữa chúng ta

lại thấy mối liên hệ có hệ thống quan trọng giữa lợi nhuận từ cổ phiếu và các biến số của nền kinh tế mà thước đo Beta đơn giản có thể không nắm bắt được đầy đủ.

Thí nghiệm thống kê về tác động của các biến số gây ra rủi ro hệ thống đối với lợi nhuận từ chứng khoán đã cho thấy những kết quả hứa hẹn. Bên cạnh thước đo rủi ro bằng đại lượng Beta truyền thống, có thể sử dụng các biến số rủi ro hệ thống chẳng hạn như độ nhạy cảm với thay đổi trong thu nhập quốc dân, trong lãi suất và tỷ lệ lạm phát để đưa ra lời giải thích về mức độ lợi nhuận biến thiên giữa các loại chứng khoán khác nhau thuyết phục hơn lời lý giải của mô hình CAPM. Tất nhiên, phương thức xác định rủi ro theo APT cũng vướng phải một số vấn đề giống như thước đo Beta của mô hình CAPM. Đến bây giờ người ta vẫn chưa biết được bằng cách nào những thuyết mới này có thể vượt qua quá trình kiểm tra cặn kẽ, chi tiết hơn.

Tuy nhiên, nếu một nhà đầu tư chỉ muốn lựa chọn một thước đo rủi ro đơn giản có quan hệ mật thiết nhất với lợi nhuận kỳ vọng, hệ số Beta sẽ không phải là lựa chọn hàng đầu của phần lớn nhà đầu tư. Trong khi tiến hành nghiên cứu chung với John Cragg, tôi phát hiện ra rằng thước đo rủi ro tốt nhất là mức độ không thống nhất trong dự báo của các chuyên gia phân tích chứng khoán về từng công ty. Các công ty có tỷ lệ đồng thuận cao về tốc độ tăng trưởng nguồn thu tương lai từ cổ tức được coi là ít rủi ro hơn (vì vậy có lợi nhuận kỳ vọng thấp hơn) các công ty mà giới chuyên gia phân tích chứng khoán không có nhiều điểm thống nhất. Có thể hiểu kết quả này mâu thuẫn với thuyết định giá tài sản hiện đại – lý thuyết chỉ ra rằng tính bất ổn của từng loại chứng khoán thực chất không liên quan đến quá trình định giá. Thế nhưng sự khác biệt trong dự đoán của các chuyên gia phân tích có thể là một công cụ cực kỳ hữu dụng giúp xác định nhiều loại rủi ro hệ thống.

Mặc dù chúng ta vẫn còn cần tìm hiểu nhiều điều về việc đánh giá rủi ro của thị trường, song tôi thấy hoàn toàn hợp lý khi kết luận rằng chỉ riêng hệ số Beta (thước đo rủi ro của mô hình CAPM) không thể nắm bắt đầy đủ các loại rủi ro. Dường như có một số thước đo rủi ro hệ thống khác ảnh hưởng đến việc định giá chứng khoán. Ngoài ra, có một số bằng chứng cho thấy lợi nhuận từ chứng khoán có liên hệ với quy mô (doanh nghiệp nhỏ hơn có xu hướng cho tỷ lệ lợi nhuận cao hơn), chỉ số giá trên thu nhập (hãng có chỉ số P/E thấp thường có lợi nhuận nhiều hơn) và tỷ lệ giá/ giá trị ghi sổ (cổ phiếu có giá rẻ so với giá trị ghi sổ thường mang lại tổng lợi nhuận cao hơn). Trên thực tế, hiện nay Fama và French đã đề xuất một mô hình rủi ro 3 nhân tố đó là Beta, quy mô, và tỷ lệ giá/ giá trị ghi sổ. Tất cả ba nhân tố này có thể là thước đo rủi ro hệ thống rất hiệu quả. Tuy nhiên, liệu từng loại rủi ro nội tại của mỗi loại chứng khoán có tác động đến quá trình định giá hay không vẫn là một câu hỏi mở.

Kết quả nghiên cứu của tôi và Cragg đã cho thấy tính bất ổn của từng loại chứng khoán riêng lẻ đóng vai trò quan trọng trong quá trình định giá. Điều này cũng không khó giải thích. Vì phải trả chi phí giao dịch và thông tin, cho nên có nhiều danh mục đầu tư cá nhân không thể đa dạng hóa. Các nhà đầu tư cá nhân nắm giữ một số lượng lớn các loại cổ phiếu ở sàn New York và thậm chí còn nắm giữ một tỷ lệ lớn hơn các cổ phiếu được giao dịch ở các sàn chứng khoán khác. Chính vì vậy, những người nắm giữ chứng khoán này có thể rất quan tâm đến mức độ biến thiên của cổ phiếu riêng lẻ. Ngay cả các nhà đầu tư tổ chức có danh mục đầu tư được đa dạng hóa hợp lý có thể cũng lo lắng về hành vi của từng loại chứng khoán riêng lẻ khi phải báo cáo với ủy ban tài chính về sự sụt giảm hiệu quả đầu tư của họ trong giai đoạn trước. Các nhà quản lý đầu tư khó có thể giải thích với ủy ban giám sát lý do tại sao họ lại mua cổ phiếu của

các công ty như Enron và Worldcom (đã bị phá sản). Mặc dù vậy, trên phương diện đối lập vẫn còn một luận điểm rất thuyết phục. Bất kỳ vai trò nào trong quá trình định giá mà tính biến thiên của cổ phiếu riêng lẻ nắm giữ cũng sẽ tạo ra cơ hội mua bán theo chênh lệch cho nhà đầu tư có nhiều khả năng đa dạng hóa. Thật khó có thể tin rằng cơ hội mua bán theo chênh lệch (arbitrage opportunity) không được khai thác triệt để. Quay trở lại với chủ đề chúng ta bàn luận từ trước, rốt cục "giá trị thực sẽ giành phần thắng."

Kết luận

Hai chương 8 và 9 áp dụng lý thuyết hiện đại của thị trường vốn. Thị trường chứng khoán là một cơ chế hiệu quả điều chỉnh khá nhanh theo nguồn thông tin mới. Dường như cả phân tích kỹ thuật (phương pháp phân tích dao động giá cổ phiếu trong quá khứ) lẫn phân tích cơ bản (phương pháp tập trung phân tích thông tin cơ bản hơn về viễn cảnh của từng công ty và nền kinh tế nói chung) đều không mang lại lợi ích ổn định. Có lẽ cách duy nhất để đạt được lợi nhuận cao hơn trong dài hạn là chấp nhận nhiều rủi ro hơn.

Thật không may, không tồn tại thước đo rủi ro hoàn chỉnh nào cả. Beta, thước đo rủi ro của mô hình định giá tài sản vốn với vẻ ngoài hấp dẫn, có khả năng xác định độ nhạy cảm của thị trường bằng cách đơn giản, dễ hiểu. Tuy nhiên, Beta vẫn có khiếm khuyết. Trong các thời kỳ dài ở thế kỷ XX, mối quan hệ thật sự giữa Beta và tỷ lệ lợi nhuận không tương ứng với mối liên hệ được lý thuyết dự đoán.Ngoài ra, hệ số Beta của cổ phiếu riêng lẻ sẽ biến đổi theo thời gian và rất nhạy cảm với các tiêu chí đánh giá thị trường.

Ở đây tôi đã chỉ ra rằng không có thước đo riêng nào có thể nắm bắt đầy đủ những tác động khác nhau của rủi ro hệ thống lên cổ phiếu riêng lẻ và danh mục riêng lẻ. Rõ ràng là lợi nhuận dễ bị ảnh hưởng bởi những biến động của thị trường chung: thay đổi lãi suất, tỷ lệ lạm phát, thu nhập quốc dân, và tỷ giá hối đoái. Tuy nhiên, có những bằng chứng cho thấy lợi nhuận sẽ cao hơn đối với những loại cổ phiếu có giá trị ghi sổ thấp và quy mô công ty nhỏ. Thước đo rủi ro hoàn hảo vẫn là một ẩn số nằm ngoài tầm hiểu biết của chúng ta.

Cuộc tranh cãi về phương thức xác định rủi ro vẫn diễn ra khá gay gắt trong cộng đồng học thuật, do đó đòi hỏi phải tiến hành thêm nhiều nghiên cứu dựa trên kinh nghiệm. Chắc chắn kỹ thuật phân tích rủi ro sẽ tiếp tục được cải tiến hơn nữa, và phương pháp phân tích rủi ro định lượng còn lâu mới chìm vào dĩ vãng. Tôi đoán rằng những thước đo rủi ro trong tương lai thậm chí sẽ còn phức tạp, rắc rối hơn. Tuy nhiên, chúng ta phải cẩn trọng tránh không công nhận Beta hay bất kỳ thước đo nào khác là một phương thức đơn giản để đánh giá rủi ro và dự đoán nguồn thu tương lai cho dù độ chắc chắn là bao nhiêu chăng nữa. Bạn cũng nên biết những ưu điểm của kỹ thuật hiện đại trong công nghệ đầu tư mới – đó có thể là những công cụ hỗ trợ rất hữu ích. Thế nhưng sẽ không bao giờ có vị thần tốt bụng nào hiện ra và giải quyết tất cả vấn đề đầu tư của chúng ta. Và thậm chí ngay cả khi một vị thần như vậy có hiện ra thật, chúng ta cũng không nên mất bình tĩnh–như quý bà nhỏ bé trong câu chuyện yêu thích của Robert Kirby, cựu chủ tịch Capital Guardian Trust dưới đây:

Một bà cụ đang ngồi trên chiếc xích đu trước hiên nhà thì một vị thần nhỏ bé hiện lên và nói: "Ta đã quyết định trao cho ngươi ba điều ước."

Quý bà nhỏ bé, già nua trả lời: "Biến đi, đồ ti tiện hèn mọn, ta đã gặp tất cả những gã ma lanh

mà ta cần biết trong đời rồi.”

Vị thần đáp lại: ”Này, ta không đùa đâu. Đây là sự thật. Cứ thử đi.”

Bà già nhún vai rồi nói: ”Được thôi, hãy biến chiếc xích đu này thành vàng ròng đi.”

Khi vị thần biến chiếc ghế thành vàng chỉ trong chóp mắt, người phụ nữ bắt đầu cảm thấy hứng thú. Bà già tiếp tục: ”Hãy biến ta thành một cô gái trẻ trung xinh đẹp.”

Một lần nữa vị thần lại biến điều ước của bà (giờ đã trở thành một cô gái xinh đẹp) thành hiện thực chỉ trong nháy mắt. Cuối cùng, cô ta nói: ”Được rồi, còn lại điều ước thứ ba, hãy biến con mèo của ta thành một hoàng tử trẻ đẹp trai.”

Ngay lập tức, một chàng hoàng tử trẻ xuất hiện, quay ra hỏi cô gái: ”Em yêu, bây giờ em có cảm thấy hối tiếc vì hoạn anh không?”

10. Tài chính Hành vi

Tài chính hành vi không phải là một nhánh của tài chính tiêu chuẩn: đó là hình thức thay thế với mô hình rõ ràng hơn về bản tính con người.

—Meir Statman

Từ đầu đến giờ tôi đã mô tả lý thuyết và kỹ thuật thị trường chứng khoán dựa trên giả thuyết rằng nhà đầu tư hoàn toàn duy lý. Họ đưa ra các quyết định nhằm mục đích tối đa hóa lợi nhuận và chỉ bị hạn chế do khả năng chịu đựng rủi ro. Một trường phái mới nổi bật vào đầu thế kỷ XXI của các chuyên gia tài chính phản bác ý kiến trên. Những người nghiên cứu thuyết hành vi tin rằng có nhiều (thậm chí là đại đa số) nhà đầu tư chứng khoán không hề hành động duy lý chút nào. Hãy thử suy ngẫm về hành vi của bạn bè, người quen, đồng nghiệp, cấp trên, cha mẹ và (tôi dám chắc) cả vợ/chồng của bạn (tất nhiên con cái là một vấn đề khác). Có bất kỳ ai trong số này hành động duy lý hay không? Nếu câu trả lời của bạn là "không" hay thậm chí "đôi khi không duy lý lắm", bạn sẽ cảm thấy thích chuyến du ngoạn khám phá những khía cạnh phi lý của tài chính hành vi.

Thuyết thị trường hiệu quả, thuyết danh mục đầu tư hiện đại và các mối quan hệ định giá tài sản khác nhau giữa rủi ro và lợi nhuận đều được xây dựng dựa trên giả thuyết rằng hành vi của giới đầu tư là hoàn toàn duy lý. Nhìn chung, họ đưa ra những dự đoán duy lý về giá trị hiện tại của cổ phiếu, và hoạt động mua bán cổ phiếu của giới đầu tư nhằm đảm bảo giá cả phản ánh triển vọng trong tương lai của cổ phiếu.

Giờ đây, rõ ràng cụm từ "nói chung" ám chỉ cửa thoát hiểm của chuyên gia kinh tế. Tức là họ có thể thừa nhận một số cá nhân tham gia vào thị trường có lẽ hành động hơi phi lý. Song họ lại nhanh chóng lảng tránh bằng cách tuyên bố rằng hoạt động giao dịch của các nhà đầu tư phi lý diễn ra ngẫu nhiên và vì vậy sẽ triệt tiêu lẫn nhau mà không làm ảnh hưởng đến giá cả. Thậm chí ngay cả khi nhiều nhà đầu tư hành động phi lý giống nhau, những người tin vào thuyết thị trường hiệu quả vẫn khẳng định rằng các nhà đầu tư khôn ngoan sẽ điều chỉnh mọi kết quả định giá sai lệch nào bắt nguồn từ sự hiện diện của nhóm nhà đầu tư phi lý.

Các chuyên gia tâm lý không hề có kiểu che đậy như vậy. Daniel Kahneman và Amos Tversky, hai chuyên gia tâm lý được coi là cha đẻ của một lý thuyết kinh tế hoàn toàn mới – tài chính hành vi[27], đã phản bác quan điểm của các nhà kinh tế học về hành vi của nhà đầu tư..

Hai chuyên gia đã lập luận khá đơn giản rằng con người không hành động hợp lý như những gì mô hình kinh tế công nhận. Mặc dù lập luận này rất rõ ràng đối với công chúng và những người không chuyên trong lĩnh vực kinh tế học, song phải mất đến 20 năm nó mới được chấp nhận rộng rãi trong giới học thuật. Tversky qua đời năm 1996, ngay sau khi lập luận trên của ông trở nên nổi tiếng. Sáu năm sau, Kahneman giành giải thưởng Nobel Kinh tế cho thành tựu nghiên cứu của hai người. Giải thưởng này rất đặc biệt bởi vì nó không được trao cho một nhà kinh tế học.

Những luận điểm mấu chốt của Kahneman và Tversky không chỉ ảnh hưởng đến tất cả lĩnh vực khoa học xã hội liên quan đến quá trình ra quyết định, mà còn có tác động mạnh mẽ lên các

khoa kinh tế học và nhiều trường kinh doanh trên khắp nước Mỹ. Hãy thử tưởng tượng – một lĩnh vực hoàn toàn mới trở thành chủ đề của các bài bình luận phân tích đăng tải trên báo, tạp chí, nội dung giảng bài cho sinh viên để thu được những khoản học phí "nặng túi", và đề tài viết luận văn.

Mặc dù lý thuyết này hoàn toàn hữu ích cho cả giáo sư và sinh viên, vậy thì phần còn lại của thế giới – những người muốn đầu tư vào cổ phiếu thì sao? Bằng cách nào tài chính hành vi có thể giúp họ? Hơn thế nữa, lý thuyết này đem lại lợi ích gì cho bạn? Không thực sự nhiều.

Các chuyên gia về lý thuyết hành vi tin rằng giá thị trường rất thiếu chính xác và rằng phản ứng quá mức của giá chỉ là một quy luật chứ không phải là trường hợp ngoại lệ. Hơn nữa, con người trệch hướng lý trí theo những cách có hệ thống và các hoạt động giao dịch bất hợp lý của nhà đầu tư thường liên quan tới nhau. Tài chính hành vi mở rộng phát biểu trên bằng cách nhấn mạnh rằng có thể xác định số lượng hoặc phân loại những hành vi phi lý như vậy. Về cơ bản, có bốn nhân tố hình thành hành vi phi lý của thị trường: tâm lý quá tự tin, đánh giá thiên vị, tâm lý bầy đàn và suy nghĩ không muốn bị thua lỗ.

"Ồ vâng, đúng thế" những tín đồ của thuyết thị trường hiệu quả tuyên bố. Nhưng – những tín đồ như chúng tôi luôn luôn có chữ "nhưng" đi kèm – sự bóp méo do các nhân tố như vậy gây ra sẽ được ngăn chặn bằng hoạt động của những người mua bán song hành[28].

Thông thường, "nghiệp vụ ác-bít" (kinh doanh dựa trên chênh lệch tỷ giá) có nghĩa là kiếm lời từ chênh lệch giá của một loại hàng hóa trên hai thị trường. Giả sử bạn có thể mua hoặc bán đồng Bảng Anh ở New York với giá 1,5 đô-la, trong khi đó ở London tỷ giá đồng đô-la so với Bảng Anh là 2 đô-la đổi 1 Bảng. Khi đó người mua bán song hành sẽ tận dụng tỷ giá 1,5 đô-la ở New York, mua 1 Bảng sau đó bán ra ở London với giá 2 đô-la, và thu lãi 50 xu. Tương tự như vậy, nếu một loại cổ phiếu thường được bán với mức giá khác nhau ở New York và London, hoàn toàn hợp lý khi mua ở thị trường có giá rẻ hơn rồi bán ra ở thị trường có giá cao hơn. Thuật ngữ "nghiệp vụ ác-bít" cũng thường được áp dụng trong những trường hợp hai cổ phiếu giống nhau được bán với mức giá khác nhau hay trường hợp một cổ phiếu có thể được đổi lấy một cổ phiếu khác với mức giá cao hơn nếu kế hoạch sáp nhập hai công ty được thông qua. Hiểu theo nghĩa rộng nhất, "nghiệp vụ ác-bít" được sử dụng để mô tả hành động mua cổ phiếu có vẻ như bị "định giá thấp" và bán cổ phiếu được định giá lên "quá cao." Khi làm như vậy, những người mua bán song hành chăm chỉ có thể cân bằng sự chênh lệnh vô lý trong giá cổ phiếu và tạo ra một thị trường được định giá hiệu quả.

Mặt khác, các chuyên gia về thuyết hành vi tin rằng kinh doanh dựa trên chênh lệch hiệu quả vấp phải những rào cản rất lớn. Chúng ta không thể dựa vào nghiệp vụ ác-bít để điều chỉnh giá về giá trị hợp lý. Có thể kỳ vọng giá thị trường chênh lệch đáng kể so với giá được kỳ vọng ở thị trường hiệu quả.

Trong phần còn lại của chương này tôi sẽ tập trung nghiên cứu một số luận điểm chính của tài chính hành vi trong việc lý giải tại sao thị trường không hiệu quả và vì sao không có thứ gì gọi là bước đi ngẫu nhiên trên phố Wall. Tôi cũng sẽ giải thích bằng cách nào việc hiểu rõ lĩnh vực này có thể giúp nhà đầu tư cá nhân tránh một số lỗi hệ thống mà giới đầu tư hay mắc phải.

Hành vi bất hợp lý của nhà đầu tư cá nhân

Như đã được chứng minh rất rõ ràng ở phần Một, luôn có những lúc nhà đầu tư hành động bất hợp lý. Tuy nhiên, tài chính hành vi cho rằng các hành vi bất lợp lý như vậy diễn ra liên tục chứ không gián đoạn.

Quá tự tin

Chuyên gia nghiên cứu tâm lý nhận thức đã chứng minh rằng người ta chệch khỏi lý trí theo nhiều cách có hệ thống khi đưa ra những nhận định trong trạng thái không chắc chắn. Một trong những xu hướng thiên lệch phổ biến nhất đó là xu hướng quá chắc chắn vào khả năng và niềm tin của mình cũng như thái độ quá lạc quan khi đánh giá về tương lai.

Hàng loạt thí nghiệm minh họa hội chứng này, trong đó một nhóm người tham gia được hỏi về trình độ lái xe của họ so với một người lái xe trung bình trong nhóm, hoặc với tất cả những ai lái xe ôtô. Rõ ràng lái xe ôtô là một hoạt động đầy rủi ro trong đó kỹ năng đóng vai trò quan trọng. Câu trả lời cho câu hỏi này dễ dàng chỉ ra liệu người đó có quan niệm thực tế về kỹ năng của họ so với người khác không. Nếu đối tượng trả lời phỏng vấn là sinh viên đại học, khoảng 80-90% khẳng định rằng họ lái xe giỏi hơn, an toàn hơn các bạn khác trong lớp. Chẳng hạn như ở trường Lake Wobegon, (hầu như) tất cả sinh viên đều cho rằng họ đạt trên mức trung bình.

Trong một thí nghiệm khác, đối tượng tham gia cũng là sinh viên, khi được yêu cầu dự đoán về tương lai, tiền đồ của mình và các bạn trong lớp, sinh viên thường có thái độ rất lạc quan về tương lai của chính họ, tưởng tượng sẽ có sự nghiệp thành công, hôn nhân hạnh phúc và khoẻ mạnh. Tuy nhiên, họ lại thực tế hơn nhiều khi phỏng đoán về tương lai của các bạn cùng lớp. Họ tin rằng bạn cùng lớp có nhiều khả năng trở thành kẻ nát rượu, ốm yếu, ly dị và viễn cảnh tương lai không mấy vui vẻ.

Những kiểu thí nghiệm như vậy đã được thực hiện rất nhiều lần, trong nhiều hoàn cảnh khác nhau. Ví dụ trong cuốn sách bán chạy viết về hoạt động quản lý kinh doanh *In search of Excellence* (Kiếm tìm sự hoàn hảo), Peters và Waterman kể rằng khi lựa chọn ngẫu nhiên một nhóm nam giới trưởng thành được yêu cầu tự xếp hạng khả năng của họ trong việc duy trì quan hệ tốt đẹp với người khác, 100% đều xếp hạng họ ở nửa đầu danh sách, 25% tin rằng họ đứng đầu danh sách. Ngay cả khi đánh giá về khả năng chơi thể thao, một lĩnh vực dường như khó có thể tự lừa dối bản thân, vẫn có đến 60% nam giới tự xếp họ vào tốp 4. Thậm chí ngay những người kém nhất cũng tự dối mình về khả năng chơi thể thao. Chỉ có 6% người tham gia tin rằng năng khiếu chơi thể thao của họ dưới mức trung bình.

Daniel Kahneman lập luận rằng xu hướng quá tự tin đặc biệt phổ biến trong giới đầu tư. Hơn bất kỳ đối tượng nào khác, nhà đầu tư có khuynh hướng thổi phồng kỹ năng của chính họ và chối bỏ vai trò của sự may rủi. Họ tự đánh giá quá cao về vốn kiến thức của bản thân, trong khi lại đánh giá thấp yếu tố rủi ro đi kèm và tự cường điệu khả năng kiểm soát hoàn cảnh của họ.

Các thí nghiệm của Kahneman cho thấy có thể đánh giá khả năng phán đoán xác suất của giới đầu tư tốt như thế nào bằng cách hỏi đối tượng tham gia đầu tư về khoảng tin cậy. Ông đã đặt ra câu hỏi sau:

Hãy đưa ra ước tính tốt nhất của anh chị về giá trị của chỉ số Dow Jones trong vòng 1 tháng nữa kể từ hôm nay. Sau đó chọn ra một giá trị cao nhưng anh chị phải chắc chắn 99% (chứ

không phải chắc chắn tuyệt đối) thấp hơn chỉ số Dow Jones trong vòng một tháng nữa kể từ hôm nay. Bây giờ hãy chọn ra một giá trị thấp nhưng anh chị phải chắc chắn 99% (chứ không phải chắc chắn tuyệt đối) cao hơn chỉ số Dow Jones trong vòng một tháng nữa kể từ ngày hôm nay.

Nếu chỉ dẫn trên được thực hiện đúng cách, xác suất chỉ số Dow Jones cao hơn (thấp hơn) giá trị ước tính cao (thấp) của bạn chỉ là 1%. Nói cách khác, nhà đầu tư phải chắc chắn 98% rằng chỉ số Dow sẽ nằm trong giới hạn đã ước tính. Những thí nghiệm tương tự cũng được tiến hành để ước tính tỷ lệ lãi suất, tỷ lệ lạm phát, giá cổ phiếu riêng lẻ, v.v...

Trên thực tế, rất ít nhà đầu tư có thể đặt ra khoảng tin cậy chính xác. Xác định khoảng tin cậy chính xác tức là kết quả thực chỉ nằm ngoài vùng dự đoán 2% thời gian. Thế nhưng con số thật gây sốc vì lên tới gần 20% thời gian. Đây chính là những gì chuyên gia tâm lý muốn ám chỉ về thái độ quá tự tin. Nếu một nhà đầu tư nói rằng anh ta chắc chắn 99%, bạn nên hiểu rằng nhà đầu tư đó chỉ chắc chắn 80%. Độ chính xác như vậy chứng tỏ mọi người có xu hướng đặt cược nhiều hơn vào dự đoán của họ. Và nam giới thường tự tin thái quá vào khả năng bản thân hơn so với nữ giới, đặc biệt là trong những vấn đề liên quan đến tiền bạc.

Chúng ta nên rút ra kết luận gì từ những nghiên cứu này? Rõ ràng mọi người đặt khoảng tin cậy không mấy chuẩn xác cho những dự đoán của bản thân, thổi phồng kỹ năng của họ và thường có thái độ quá lạc quan về tương lai. Khuynh hướng thiên lệch như vậy bộc lộ theo nhiều cách khác nhau trên thị trường chứng khoán.

Đầu tiên và trước nhất, nhiều nhà đầu tư cá nhân tin tưởng sai lầm rằng họ có thể chiến thắng thị trường. Vì vậy, họ thường đầu cơ và giao dịch quá nhiều. Hai chuyên gia kinh tế hành vi Terrance Odean và Brad Barber đã theo dõi các tài khoản cá nhân tại một hãng môi giới chiết khấu lớn trong suốt thời gian dài và phát hiện ra rằng nhà đầu tư cá nhân càng giao dịch nhiều, kết quả họ thu được càng tệ. Nhà đầu tư là nam giới thường giao dịch nhiều hơn nữ giới, do đó kết quả càng tệ hại hơn.

Ảo tưởng về kỹ năng tài chính này có thể bắt nguồn từ một phát hiện tâm lý khác gọi là lệch lạc trong nhận thức (hindsight bias). Các lỗi như vậy xuất hiện thường xuyên là do những ký ức thường nghiêng về nhớ các thành công: Bạn luôn nhớ những phi vụ đầu tư thành công. Và trong ảo tưởng đó, thật dễ thuyết phục bản thân rằng bạn “đã biết cổ phiếu Google sẽ nhân lên 5 lần ngay sau khi chào bán ra công chúng lần đầu (IPO).” Người ta thường có thiên hướng gán bất kỳ kết quả tốt đẹp nào cho khả năng của chính mình. Nhưng cũng có xu hướng bao biện kết quả tệ hại là do những sự kiện khách quan xảy ra ngoài dự đoán. Hồi tưởng lại quá khứ làm gia tăng thái độ quá tự tin và nuôi dưỡng ảo tưởng rằng thế giới dễ đoán định hơn nhiều so với thực tế. Thậm chí những người bán lời khuyên tài chính vô nghĩa cũng vẫn luôn tin rằng lời khuyên của mình đúng đắn. Như Steve Forbes, tổng biên tập tạp chí *Forbes* từng trích dẫn lời khuyên ông nhận được từ ông nội mình: “Bán lời khuyên giúp kiếm lợi nhuận béo bở hơn nhiều so với việc thực hiện lời khuyên đó.”

Các chuyên gia tài chính hành vi tin rằng thái độ quá tự tin về khả năng dự đoán tốc độ tăng trưởng của công ty trong tương lai có thể dẫn đến xu hướng chung là cổ phiếu tăng trưởng bị định giá quá cao. Nếu một công nghệ máy tính hấp dẫn, thiết bị y tế mới hay cửa hàng bán lẻ thu hút sự chú ý của công chúng, nhà đầu tư thường ngoại suy đến sự thành công và dự đoán tỷ

lệ tăng trưởng cao cho các công ty có liên quan rồi nuôi dưỡng niềm tin kiểu này với thái độ tự tin thái quá hơn đánh giá. Dự đoán tốc độ tăng trưởng cao dẫn đến định giá cổ phiếu tăng trưởng cao hơn. Thế nhưng những dự đoán lạc quan thường không trở thành hiện thực. Thu nhập có thể sụt giảm, và chỉ số P/E của cổ phiếu cũng thấp hơn, khiến kết quả đầu tư tồi tệ. Quá lạc quan khi dự đoán tốc độ tăng trưởng của các công ty hấp dẫn có thể là một lời lý giải tại sao cổ phiếu "tăng trưởng" hoạt động không hiệu quả như cổ phiếu "giá trị".

Những đánh giá thiên vị

Hàng ngày tôi gặp các nhà đầu tư tin rằng họ có thể "kiểm soát" kết quả đầu tư của mình. Thực tế, những người lập biểu tin rằng họ có thể đoán trước giá cổ phiếu dựa trên các mức giá trong quá khứ.

Larry Swedroe, tác giả cuốn *Rational Investing in Irrational Times* (Đầu tư hợp lý trong thời điểm bất hợp lý), đã đưa ra một bằng chứng tuyệt vời cho thấy những cơ hội nóng diễn ra với tần suất thường xuyên đáng kinh ngạc.

Năm nào, vị giảng viên môn thống kê học cũng bắt đầu bài giảng bằng cách yêu cầu từng sinh viên đoán kết quả của hàng trăm lần tung đồng xu tưởng tượng. Sau đó, một sinh viên sẽ đứng lên để búng một đồng xu thật và ghi lại kết quả. Rồi vị giảng viên rời lớp học và trở lại sau 15 phút để nhận các bảng kết quả để sẵn trên bàn. Bà tuyên bố với cả lớp là sẽ tìm ra bảng báo cáo thực trong số 30 bảng báo cáo trên chỉ sau một lần đoán. Và giảng viên này đã khiến cả lớp phải ngạc nhiên. Làm thế nào để đoán đúng? Bà biết rằng báo cáo chứa chuỗi dài nhất với những lần sấp (S) hoặc ngửa (N) liên tiếp rất có khả năng là kết quả của lần tung đồng xu thật sự. Lý do là, với câu hỏi: Kết quả nào sau đây có khả năng xảy ra nhiều hơn: SSSSSNNNNN hay SNSNSNSNSN?", đa số sinh viên thường chọn kết quả có tính "ngẫu nhiên hơn" mặc dù các phương pháp thống kê đã chỉ ra cả hai kết quả đều có khả năng xảy ra như nhau. Do vậy, họ thường viết ra các kết quả tưởng tượng trông có vẻ ngẫu nhiên SSNNSNSNN thay vì SSSNNNSSSS.

Ngoại trừ định hướng tích cực dài hạn của thị trường chứng khoán, các chuỗi bao gồm những khoản lợi nhuận lớn thường không kéo dài – theo sau chúng, thường là những khoản lợi nhuận thấp hơn. Luôn có một sự đảo ngược ở mức trung bình. Tương tự, luật sức hút tài chính cũng có tác dụng ngược chiều. Ít nhất trong thị trường chứng khoán nói chung, những cổ phiếu sụt giá cuối cùng sẽ tăng. Tuy nhiên, mọi người thường cho rằng thị trường phát triển mạnh mẽ một cách bất thường sẽ ngày càng tốt lên trong khi thị trường tụt dốc bất thường sẽ ngày càng tệ đi.

Từ lâu, các nhà tâm lý từ lâu đã phát hiện ra một xu hướng thường thấy ở các cá nhân ảo tưởng rằng họ có khả năng kiểm soát những tình huống mà trên thực tế sự kiểm soát đó không hề tồn tại. Trong một nghiên cứu, các đối tượng tham gia ngồi trước máy tính với một đường thẳng nằm ngang chia đôi màn hình và một quả bóng dao động ngẫu nhiên giữa hai nửa. Các đối tượng nghiên cứu này được trao một công cụ để sử dụng nhằm di chuyển quả bóng đi lên, nhưng cũng được cảnh báo rằng những cú va chạm ngẫu nhiên sẽ ảnh hưởng đến quả bóng, do đó họ không thể kiểm soát chúng hoàn toàn. Tiếp theo, các đối tượng được yêu cầu chơi một trò khác với mục đích giữ quả bóng nằm ở nửa trên màn hình càng lâu càng tốt. Trong trò chơi

thứ nhất của thí nghiệm, thiết bị không hề kết nối, nên người chơi hoàn toàn không thể kiếm soát được hướng đi của quả bóng. Tuy nhiên, khi được hỏi, họ vẫn tin rằng mình kiểm soát phần lớn hướng sự vận động của quả bóng. (Những người duy nhất không bị ảnh hưởng bởi ảo tưởng này thì lại từng bị chẩn đoán là suy nhược trầm trọng)

Trong thí nghiệm khác, một trò chơi xổ số được thực hiện trên hai bộ ảnh thẻ các cầu thủ giống nhau. Bộ thứ nhất được đặt trong một chiếc thùng để chọn ra một thẻ ngẫu nhiên. Bộ còn lại được chia cho những người tham gia. Một nửa trong số này có quyền chọn thẻ, trong khi nửa kia thì không, người thắng là người giữ thẻ khớp với thẻ được lựa chọn ngẫu nhiên. Mỗi người sau đó lại được thông báo rằng, sau khi tất cả các thẻ đã được chia, có một người chơi mới muốn mua lại thẻ. Người tham gia đối mặt với sự lựa chọn – bán thẻ của anh ta với mức giá thương thảo hoặc giữ lại với hy vọng sẽ thắng. Rõ ràng, mỗi chiếc thẻ đều có cơ hội chiến thắng như nhau. Tuy nhiên, mức giá mà người chơi được chọn thẻ sẵn sàng bán thường cao hơn so với những người được đưa thẻ. Sự sáng suốt của người mua xổ số dẫn tới quyết định chọn số, tuy nhiên, chỉ có sự may mắn mới quyết định ai là người thắng cuộc.

Chính sự ảo tưởng về quyền kiểm soát này có thể khiến nhà đầu tư định giá quá cao một cổ phiếu đang mất giá trong danh mục của họ. Nó cũng khiến nhà đầu tư nhìn thấy một xu hướng không tồn tại hoặc làm cho anh ta tin rằng có thể tìm ra một mô hình giá cổ phiếu có thể dự đoán mức giá tương lai. Thực tế, bất chấp những nỗ lực lớn nhằm ngăn cản một số hình thái dự đoán từ các dữ liệu giá cổ phiếu, sự phát triển của giá cổ phiếu từ giai đoạn này sang giai đoạn khác rất gần với bước đi ngẫu nhiên, khi mà giá thay thổi trong tương lai hầu như không liên quan đến những thay đổi trong quá khứ.

Những thiên kiến trong đánh giá được kết hợp với xu hướng sử dụng nhầm lẫn “Tính tương tự” và “Sự điển hình” làm đại diện cho tư duy theo xác suất. Một thí nghiệm nổi tiếng của Kahneman và Tversky đã minh họa rõ nhất sự “khám phá” này. Các đối tượng được cho xem mô tả sau về một cô gái tên là Linda:

Linda là một người độc thân, 31 tuổi, trực tính và rất thông minh. Cô học ngành Tâm lý. Khi là sinh viên, cô nghiên cứu sâu về nạn phân biệt chủng tộc và vấn đề công bằng xã hội, cô cũng tham gia một số cuộc biểu tình chống vũ khí hạt nhân.

Sau đó, họ được đưa cho một danh sách các câu nhận định để đánh giá mối tương quan với miêu tả trên. Hai câu trong số đó là “Linda là nhân viên thu ngân trong ngân hàng” và “Linda là nhân viên thu ngân trong ngân hàng và tích cực tham gia các hoạt động bình đẳng của phụ nữ”. Hơn 85% đối tượng tham gia cho rằng xác suất Linda vừa là nhân viên thu ngân vừa là người hoạt động nữ quyền nhiều hơn xác suất cô chỉ là nhân viên thu ngân. Nhưng câu trả lời này lại trái với sự thật cơ bản của thuyết xác suất (nguyên tắc liên kết): Xác suất một người thuộc về cả hai nhóm A và B thấp hơn hoặc bằng xác suất chỉ thuộc nhóm A. Rõ ràng, rất ít người học kỹ thuyết xác suất.

Các miêu tả về Linda khiến cô giống như một người theo thuyết bình đẳng nam nữ, nên đương nhiên những người tham gia thí nghiệm sẽ miêu tả Linda là một nhân viên thu ngân đồng thời theo thuyết bình đẳng giới – giống với đặc điểm nổi trội của cô – thay vì chỉ là nhân viên thu ngân. Thí nghiệm này được lặp lại nhiều lần với các đối tượng ít am hiểu lẫn am hiểu (bao gồm những người đã từng học thuyết xác suất nhưng không hiểu hết các đặc trưng của nó).

Kahneman và Tversky tạo ra thuật ngữ "khám phá điển hình" để miêu tả phát hiện này. Ứng dụng thuật ngữ này dẫn đến nhiều sự chủ quan khác trong đánh giá – chẳng hạn, như không tận dụng được xác suất tỷ lệ cơ sở. Nguyên tắc cốt yếu của xác suất (theo Luật Bayes) chỉ ra rằng khi đánh giá về xác suất cá nhân có thể thuộc một nhóm cụ thể nào đó chúng ta nên kết hợp "Sự điển hình" và tỷ lệ cơ sở (phần trăm dân số thuộc vào các nhóm khác nhau). Trong tiếng Anh thông dụng, điều này có nghĩa là nếu chúng ta thấy ai đó có vẻ là một tội phạm (trông giống như khái niệm của chúng ta về tội phạm), thì việc đánh giá khả năng anh ta phạm tội cũng đòi hỏi cần có kiến thức về tỷ lệ cơ sở (phần trăm số người thuộc nhóm này). Nhưng trong tất cả thí nghiệm, các đối tượng không tận dụng được kiến thức về tỷ lệ cơ sơ để đưa ra dự đoán. Trong những trường hợp như thế, khám phá điển hình có thể là nguyên nhân của một số sai lầm đầu tư, chẳng hạn như, theo đuổi các quỹ nóng hoặc ngoại suy quá mức từ những bằng chứng vừa có.

Đám đông

Nói chung, nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng các nhóm thường đưa ra quyết định chính xác hơn so với từng cá nhân riêng lẻ. Nếu chia sẻ nhiều thông tin hơn, và cân nhắc nhiều quan điểm hơn, việc thảo luận theo nhóm sẽ cải thiện quá trình ra quyết định.

Sự sáng suốt của hành vi đám đông có lẽ được minh họa rõ nét nhất trong nền kinh tế nói chung thông qua hệ thống giá thị trường tự do. Sự đa dạng của các quyết định do các khách hàng và nhà sản xuất đưa ra khiến nền kinh tế tạo ra nhiều sản phẩm và dịch vụ được yêu thích. Phản ứng trước sức mạnh của cung và cầu, hệ thống giá dẫn đường cho nền kinh tế thông qua bàn tay vô hình (theo Adam Smith) để sản xuất ra khối lượng sản phẩm chính xác. Các nền kinh tế xã hội đã hiểu ra sự thất bại của họ, một nhà lập kế hoạch tập trung mọi quyền lực không thể tạo ra thị trường hiệu quả bằng cách quyết định sản xuất loại hàng hóa nào và nên sử dụng nguồn nào.

Tương tự, hàng triệu nhà đầu tư cá nhân và tổ chức thông qua các quyết định mua và bán chọn lọc đã tạo ra bảng giá thị trường cổ phiếu sôi động và làm cho một cổ phiếu cũng có vẻ thành công như các cổ phiếu khác. Trong khi các dự đoán về nguồn thu tương lai của thị trường thường sai lầm, quyết định theo nhóm có vẻ chính xác hơn quyết định mà một nhà đầu tư riêng lẻ đưa ra. Hầu hết các nhà quản lý danh mục năng động cảm thấy hổ thẹn khi lợi nhuận của họ bị so sánh với các kết quả đầu tư vào một quỹ chỉ số vốn cổ phần đa dạng, chi phí thấp.

Như bạn đọc nhận thấy, thị trường nói chung không phải lúc nào cũng đưa ra các quyết định định giá chính xác. Có những lúc, đám đông hành động điên cuồng như chúng ta đã thấy từ thời kỳ bong bóng củ hoa tu-líp thế kỷ XVII tới thời kỳ cổ phiếu Internet trong thế kỷ XXI. Chính tâm lý hành động theo đám đông một cách phi lý như vậy đã thu hút sự chú ý của tài chính hành vi.

Một hiện tượng được công nhận rộng rãi trong nghiên cứu hành vi đám đông là sự tồn tại của "suy nghĩ theo nhóm". Các nhóm đôi khi khiến người khác tin rằng một số quan điểm không chính xác thực ra lại đúng. Chắc chắn, các dự đoán theo nhóm lạc quan quá mức về lợi nhuận tiềm năng của Internet và việc định giá sai các cổ phiếu Nền kinh tế mới trong suốt những năm đầu thế kỷ XXI, là các ví dụ về sự bất hợp lý của các hành động theo nhóm.

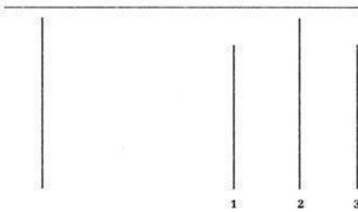
Nhà tâm lý xã hội Solom Asch là một trong những người đầu tiên nghiên cứu về việc các hành

vi theo nhóm có thể dẫn tới những quyết định sai lầm ra sao. Trong suốt những năm 1950, Asch đã thực hiện một nghiên cứu nổi tiếng, trong đó nhóm đối tượng tham gia được hỏi một số câu đơn giản mà ngay cả trẻ con cũng có thể trả lời chính xác. Họ được cho xem hai tấm thẻ với các đường kẻ dọc. Tấm thẻ ở bên trái có 1 đường kẻ dọc. Người tham gia nghiên cứu sẽ được hỏi đường kẻ nào ở phía bên phải dài bằng đường kẻ trong tấm thẻ đầu tiên. Có bảy người tham gia một loạt các câu hỏi như vậy.

Nhưng có một chỗ lắt léo trong thí nghiệm của Asch. Trong một số thí nghiệm, ông lập thành một nhóm 6 người cố tình trả lời sai trước khi người thứ 7 có cơ hội thể hiện quan điểm. Kết quả rất đáng ngạc nhiên. Người thứ 7 thường đưa ra câu trả lời sai. Asch kết luận rằng áp lực xã hội khiến người tham ra chọn sai đường thẳng thậm chí khi họ biết rằng câu trả lời không chính xác.

Th? 1 Th? 2

ĐƯ?NG K?M?U ĐƯ?NG K? SO SÁNH Biểu đồ 10.1: Các tấm thẻ mẫu được sử dụng trong thí nghiệm của Asch



Trong một nghiên cứu khác, các nhà tâm lý xã hội để một người đứng ở góc phố và yêu cầu anh ta nhìn lên trời trong vòng sáu mươi giây. Họ phát hiện ra rằng những người đi qua chỉ nhìn thoáng qua xem người này đang nhìn gì rồi hầu hết đều đi tiếp. Sau đó, các nhà tâm lý liền để năm người nhìn lên trời; lần này số người đứng lại và nhìn lên trời nhiều gấp 4 lần. Khi họ để 15 người nhìn lên trời, gần một nửa số người đi qua dừng lại. Số người nhìn lên trời càng tăng thì số người bộ hành đứng lại càng nhiều.

Rõ ràng, bong bóng Internet của giai đoạn 1999 - đầu 2000 là một ví dụ điển hình về sự đánh giá đầu tư không chính xác khiến mọi người điên loạn lên theo đám đông. Các nhà đầu tư cá nhân hào hứng với viễn cảnh thu được lợi nhuận khổng lồ từ cổ phiếu của Nền kinh tế mới, đã bị ảnh hưởng bởi tâm lý đám đông vô lý. Những người bạn ở câu lạc bộ Golf, đồng nghiệp, và đối thủ chơi bài truyền miệng một thông điệp mạnh mẽ cho rằng việc Internet phát triển sẽ mang tới sự giàu sang không tưởng. Thậm chí kể cả khi không có các lý do cơ bản như lợi nhuận và cổ tức tăng, thì các nhà đầu tư vẫn bắt đầu mua cổ phiếu thường vì giá tăng lên và những người khác đang kiếm được nhiều tiền. Nhà nghiên cứu lịch sử kinh tế Charles Kindleberger[29] đã phát biểu, “không có gì khuấy động sự bình yên và khả năng đánh giá của một người bằng việc chứng kiến người khác giàu lên”. Theo Robert Shiller, tác giả cuốn sách best-selling *Irrational Exuberance* (Tăng trưởng phi lý), quá trình đó tự nuôi dưỡng bằng một “vòng phản hồi tích cực”. Giá ban đầu tăng khuyến khích thêm người mua, vì mang lại lợi

nhuận cao hơn và tạo ra càng ngày càng nhiều nhóm người tham gia. Hiện hượng này là một ví dụ khác về mô hình tài chính Ponzi được mô tả trong chương 4, liên quan đến bong bóng Internet. Cuối cùng, một thằng ngốc kéo theo ngàn thằng ngốc.

Hành động theo đám đông không chỉ giới hạn trong nhóm các nhà đầu tư cá nhân đơn giản, các nhà quản lý quỹ đầu tư cũng có xu hướng cùng đi theo một chiến lược và tập trung vào các cổ phiểu giống nhau. Thật sự, một nghiên cứu được Hong, Kubik, và Stein, ba người đi tiên phong trong lĩnh vực tài chính hành vi, đã xác định rằng các nhà quản lý quỹ đầu tư thường có khả năng giữ các cổ phiếu giống nhau hơn nếu các nhà quản lý khác trong thành phố cũng giữ các danh mục tương tự. Kết quả này phù hợp với mô hình lan truyền, mà trong đó các nhà đầu tư nhanh chóng phát tán thông tin về cổ phiếu bằng phương thức truyền miệng. Hành động theo nhóm gây ảnh hưởng lớn đến các nhà đầu tư cá nhân. Mặc dù lợi nhuận dài hạn từ thị trường chứng khoán rất lớn, lợi nhuận cho nhà đầu tư trung bình lại ít hơn nhiều. Đó là vì các nhà đầu tư thường mua vốn cổ phần từ các quỹ đầu tư tại thời điểm mà sự dồi dào khiến thị trường lên tận đỉnh. Trong suốt mười hai tháng kết thúc vào tháng 3 năm 2000, có thêm nhiều dòng tiền mặt mới chảy vào các quỹ đầu tư vốn cổ phần hơn trong bất cứ giai đoạn nào trước đó. Nhưng trong khi thị trường bị sụt giá vào mùa thu năm 2002, các cá nhân đã mất đi một phần đáng kể từ các khoản đầu tư cổ phiếu. Một nghiên cứu mà Dalbar Associate tiến hành chỉ ra rằng các nhà đầu tư trung bình có thể kiếm được khoản lợi nhuận thấp hơn 5 điểm so với mức trung bình của thị trường vì bị phạt về thời gian.

Ngoài ra, các nhà đầu tư thường đặt tiền vào những loại quỹ đầu tư có hoạt động tốt tại thời điểm đó. Chẳng hạn, nhiều luồng tiền lớn đổ vào các quỹ đầu tư trong quý đầu năm 2000, mà phần lớn trong số này là các quỹ công nghệ “tăng trưởng”. Những quỹ “giá trị” đã hứng chịu nhiều khoản thất thoát lớn. Trong hai năm sau đó, giá trị quỹ tăng trưởng giảm đáng kể trong khi quỹ giá trị thu về các khoản lợi nhuận dương. Các khoản phạt chọn lọc càng làm tăng thời gian phạt. Một trong những bài học quan trọng nhất của tài chính hành vi là các nhà đầu tư cá nhân phải tránh bị lôi kéo hành động theo đám đông.

Căm ghétthất bại

Đóng góp quan trọng nhất của Kahneman và Tversky là thuyết triển vọng, mô tả hành vi của mỗi cá nhân khi đối diện với tình huống mạo hiểm giữa viễn cảnh được và mất. Nhìn chung, các nhà kinh tế học tài chính như Harry Markowitz đã xây dựng các mô hình mà trong đó mỗi cá nhân ra quyết định dựa trên tác động có thể xảy ra của mỗi lựa chọn đối với khoản tiền cuối cùng. Thách thức giả định này, thuyết triển vọng cho rằng lựa chọn của mọi người được thúc đẩy bởi giá trị được hay mất. Những khoản thiệt hại không mong muốn nhiều hơn là lợi nhuận kỳ vọng. Hơn nữa, ngôn ngữ được dùng để thể hiện các khoản được và mất có thể xảy ra cũng sẽ ảnh hưởng đến quyết định cuối cùng. Theo thuật ngữ tâm lý, nó được coi là “lựa chọn được hình thành như thế nào”.

Chẳng hạn như khi tung một đồng xu, nếu mặt ngửa xuất hiện – bạn sẽ được 100 đô-la, còn nếu mặt sấp xuất hiện, ngược lại, bạn phải trả 100 đô-la. Bạn có chấp nhận đánh cuộc không? Hầu hết mọi người sẽ nói không, thậm chí ngay cả khi trò chơi công bằng và khi chơi thử bạn đều thắng. Một nửa khả năng bạn có 100 đô-la và một nửa là mất. Về mặt toán học, trò chơi có giá trị kỳ vọng bằng không, được tính như sau:

Khả năng xuất hiện mặt ngửa x số tiền được trả + khả năng xuất hiện mặt sấp x số tiền phải trả = giá trị kỳ vọng. Giá trị kỳ vọng = ½ (100 đô-la) +1/2 (-100 đô-la)=0

Sau đó, Kahneman và Tversky đã áp dụng thí nghiệm này với rất nhiều đối tượng khác nhau, thay đổi lượng tiền thưởng để kiểm tra xem điều gì thúc đẩy mọi người chấp nhận đánh cược. Họ thấy rằng khoản tiền thưởng phải khoảng tầm 250 đô-la. Chú ý giá trị kỳ vọng của lợi nhuận thu được từ trò đánh cược này phải vào khoảng 75 đô-la thì mới được chấp nhận.

Giá trị kỳ vọng = ½ (250 đô-la) + ½ (-100 đô-la) = 75 đô-la.

Kahneman và Tversky kết luận rằng mọi người khó chấp nhận thất bại hơn thành công đến 2,5 lần. Nói cách khác, một đô-la mất đi sẽ gây đau đớn gấp 2,5 lần so với 1 đô-la thu được. Mọi người thể hiện sự căm ghét thất bại, thậm chí việc thay đổi 100 đô-la hầu như không khiến những người có tài sản lớn chú ý. Chúng ta sẽ xem xét sự căm ghét thất bại dẫn các nhà đầu tư đến những sai lầm gây tốn kém ở phần sau.

Tuy nhiên, thú vị là ở chỗ, khi một người đối diện với tình huống gần như chắc chắn bị thiệt hại, các nhà tâm lý nhận thấy anh ta rất thích đánh cược. Hãy xem hai trường hợp sau:

Chắc chắn mất 750 đô-la

75% mất 1000 đô-la và 25% không mất gì.

Chú ý rằng giá trị kỳ vọng của hai trường hợp trên là như nhau – nghĩa là đều mất 750 đô-la. Nhưng hầu như 90% số người được hỏi sẽ chọn trường hợp 2. Khi đối diện với khả năng thiệt hại chắc chắn, người ta thường hành động theo hướng tìm kiếm mạo hiểm.

Kahneman và Tversky cũng khám phá ra một hiệu ứng "trình bày"[30] quan trọng có liên quan. Đối với người đưa ra quyết định, hướng lựa chọn được xây dựng trước trong bảng hỏi có thể dẫn tới những kết quả khác nhau. Chúng nêu ra các vấn đề sau:

Giả sử nước Mỹ chuẩn bị cho sự bùng nổ của một bệnh dịch bất thường bắt nguồn từ Châu Á, có khả năng làm 600 người thiệt mạng. Hai chương trình chống lại căn bệnh được đưa ra. Giả sử dự đoán khoa học chính xác về kết quả của chương trình như sau:

Nếu chọn phương án A, sẽ cứu được 200 người.

Nếu chọn phương án B, 1/3 khả năng sẽ cứu được 600 người, và 2/3 khả năng là không cứu được người nào.

Trước tiên, cần chú ý rằng trong cả hai chương trình trên giá trị kỳ vọng số bệnh nhân được cứu đều là 200 người. Nhưng theo thuyết triển vọng, những người ghét mạo hiểm khi cân nhắc kết quả của hai chương trình, và, như dự đoán, khoảng 2/3 số người tham gia câu hỏi này thích chọn phương án A hơn.

Nhưng giả sử chúng ta đưa ra vấn đề theo một cách khác khác.

Nếu chọn chương trình A*, 400 người sẽ chết.

Nếu chọn phương án B*, 1/3 khả năng không ai chết và 2/3 khả năng rằng 600 người sẽ chết.

Chú ý rằng lựa chọn A và A*; B và B* đều như nhau. Nhưng do cách trình bày vấn đề thứ hai được định hình theo hướng rủi ro có nạn nhân bị thiệt mạng khiến hơn 75% số người trả lời chọn phương án B*. Kết quả này đã chứng tỏ vai trò của hiệu ứng "trình bày" và việc ưu tiên mạo hiểm trong việc cân nhắc thiệt hại. Khi bác sỹ phải đối mặt với các quyết định liên quan đến phương án điều trị bệnh nhân ung thư, các lựa chọn khác nhau được đưa ra và vấn đề được trình bày theo xác xuất sống sót thay vì xác suất thiệt mạng. Barber và Odean nghiên cứu các dữ liệu thương mại về 10.000 khách hàng của một hãng môi giới chiết khấu lớn và rút ra "ảnh hưởng theo xu hướng". Các nhà đầu tư có khuynh hướng bán các cổ phiếu đang tăng giá và giữ lại các khoản đầu tư thất bại. Việc bán các cổ phiếu đang tăng giá giúp nhà đầu tư nhìn thấy lợi nhuận và tự tin hơn. Nếu bán các cổ phiếu đang mất giá, họ sẽ cảm thấy buồn và hối tiếc vì thất bại.

Miễn cưỡng chấp nhận rủi ro rõ ràng không phải là phương án tối ưu theo như thuyết đầu tư hợp lý và khá ngốc nghếch nếu xét theo nghĩa thông thường. Bán những cổ phiếu đang thu lợi (ngoài các khoản ưu đãi thuế) có liên quan đến việc đóng thuế lãi vốn. Còn bán các cổ phiếu bị lỗ thì liên quan tới việc giảm thuế đối với các khoản thu khác đã được ghi nhận hoặc được khấu trừ thuế tới một mức độ nhất định. Cho dù nhà đầu tư tin rằng cổ phiếu đang mất giá có thể hồi phục trong tương lai, thì anh ta vẫn sẽ bán chúng và mua những cổ phiếu khác cùng ngành có triển vọng và đặc điểm rủi ro tương đương. Miễn cưỡng chấp nhận rủi ro cũng xuất hiện rõ rệt trong thị trường nhà ở. Khi giá nhà tăng, khối lượng doanh thu tăng và các ngôi nhà thường được bán rất nhanh với mức giá bằng hoặc cao hơn giá chào bán. Cảm giác căm ghét thất bại giải thích tại sao người bán lại miễn cưỡng chịu lỗ khi bán các tài sản.

Thuyết triển vọng cũng đưa ra lý do tại sao rất nhiều người từ chối tham gia kế hoạch tiết kiệm 401 tại nơi họ làm việc, ngay cả khi công ty của họ xứng đáng với phần đóng góp đó. Nếu hỏi một nhân viên thường sử dụng một mức cụ thể từ lương thực lĩnh để đóng góp vào kế hoạch nghỉ hưu nhưng bây giờ phải tăng thêm 1 đô-la cho khoản đó, anh ta sẽ kết luận rằng đây là sự thất thoát trong chi tiêu. Các cá nhân đánh giá thất thoát nặng nề hơn lợi nhuận. Các nhà tâm lý chỉ ra rằng hoàn toàn có thể hiểu rõ tại sao người ta lại tiết kiệm ít hơn, đó là vì cảm giác căm ghét thất bại đi kèm với khó khăn trong việc thể hiện tự chủ, đồng thời dễ dàng trong việc trì hoãn và không chịu thay đổi (giữ nguyên hiện trạng).

Có hai gợi ý giúp vượt qua sự miễn cưỡng tiết kiệm của mọi người. Thứ nhất, để vượt qua sức ỳ và tính không chịu thay đổi thì phải thay đổi cách trình bày các lựa chọn. Chúng ta biết nếu yêu cầu các nhân viên chủ động đăng ký kế hoạch tiết kiệm 401, rất nhiều người sẽ từ chối. Nhưng nếu đưa ra vấn đề theo cách khác, chẳng hạn như, mọi người phải chủ động không tham gia vào kế hoạch tiết kiệm, tỷ lệ đăng ký sẽ nhiều hơn. Các công ty xây dựng kế hoạch tiết kiệm 401 với chức năng tự đăng ký (phải thực hiện các quyết định sáng suốt để điền vào đơn tuyên bố không tham gia) có tỷ lệ đăng ký cao hơn so với các kế hoạch mà nhân viên phải chủ động đăng ký.

Một phép thử sáng suốt khác do các nhà kinh tế Richard Thaler và Shlomo Benartzi thực hiện. Một số nhân viên sẽ từ chối tiết kiệm kể cả khi được đăng ký tự động bởi vì họ chỉ có đồng lương đủ sống. Mục tiêu của kế hoạch "Ngày mai sẽ tiết kiệm thêm" của Thaler – Benartzi là

buộc các nhân viên cam kết trước sẽ bỏ bất cứ khoản lương tăng thêm nào vào tài khoản tiết kiệm dành cho việc nghỉ hưu. Nếu nhân viên tham gia kế hoạch, bắt đầu với chi phiếu trả lương sau khi tăng, thì anh ta đã tăng thêm một phần vào khoản tiết kiệm dành cho việc nghỉ hưu. Điều này giúp giảm nhẹ nỗi căm ghét thất bại khi phải giảm bớt khoản tiền mang về. Tỷ lệ đóng góp tiếp tục tăng mỗi lần theo kế hoạch cho đến khi đạt mức giảm thuế tối đa. Trong phương pháp này, sức ỳ và tâm lý ngại thay đổi sẽ ngăn cản mọi người tham gia kế hoạch. Nhân viên được phép rút khỏi kế hoạch bất cứ lúc nào.

Thaler và Benartzi lần đầu tiên áp dụng kế hoạch của họ tại một công ty sản xuất quy mô vừa vào năm 1998 khi mà công ty có tỷ lệ tham gia kế hoạch tiết kiệm thấp. Kế hoạch "Ngày mai sẽ tiết kiệm thêm" đã trở nên rất phổ biến. Hơn 3/4 nhân viên của công ty đồng ý tham gia. Thêm vào đó, hơn 80% các nhân viên này tiếp tục chương trình với các khoản chi cao hơn. Kể cả những người rút lui cũng không giảm tỷ lệ đóng góp ở mức bình thường; họ chỉ ngừng mức tăng trong tương lai. Do vậy, thậm chí những người này cũng tiết kiệm nhiều hơn đáng kể so với trước khi tham gia kế hoạch.

Giới hạn của nghiệp vụ ác-bít

Chúng ta đã xem xét các yếu tố ảnh hưởng tới nhà đầu tư – đồng thời tác động tới giá chứng khoán. Hoạt động của các nhà đầu tư cá nhân thường bất hợp lý, hoặc ít nhất cũng không giống như quan điểm của các nhà kinh tế về việc đưa ra các quyết định tối ưu. Có lẽ trong trường hợp điên rồ nhất, các cá nhân dường như cuồng loạn theo đám đông và trả giá cao quá mức cho một số nhóm cổ phiếu. Các sai lầm của những nhà đầu tư bất hợp lý thường không mất đi mà lại củng cố lẫn nhau, vậy thì làm sao có thể định giá hiệu quả cổ phiếu? Những người tin tưởng vào thị trường hiệu quả sẽ cho rằng, "nghiệp vụ ác-bít" sẽ làm cho thị trường hiệu quả cho dù nhiều nhà đầu tư hành động bất hợp lý. Những người mua bán song hành, chẳng hạn như các thương nhân chuyên nghiệp trên Phố Wall và các nhà quản lý quỹ đầu cơ được kỳ vọng sẽ đảm nhiệm vai trò bù trừ – thực hiện việc bán các cổ phiếu được định giá cao và mua các cổ phiếu bị định giá thấp – để sửa chữa kịp thời bất cứ sai lầm nào trong việc định giá của các nhà đầu tư phi lý. Người ta kỳ vọng rằng những người giao dịch duy lý sẽ bù đắp ảnh hưởng của những người giao dịch hành vi. Do vậy, cột trụ thứ hai mà một số nhà nghiên cứu hành vi dựa vào để chống lại thị trường hiệu quả đó là việc nghiệp vụ ác-bít giá bị giới hạn. Họ tin rằng chính sự tồn tại của những giới hạn quan trọng đối với kinh doanh dựa trên chênh lệch giá sẽ ngăn cản việc định giá sai được điều chỉnh lại.

Giả sử các nhà đầu tư phi lý làm cho giá cổ phiếu của một công ty dầu mỏ cao quá mức so với giá trị cơ bản của nó và so với giá cổ phiếu của các công ty dầu mỏ khác. Những người kinh doanh dựa trên chênh lệch giá có thể chỉ đơn giản bán các cổ phiếu cao quá mức và mua chứng khoán của các công ty dầu mỏ khác. Do vậy, họ bị bó buộc trong suy nghĩ và cho rằng các hiện tượng thích hợp hoặc không thích hợp ảnh hưởng đến ngành dầu cũng sẽ tác động đến các công ty. Việc nâng giá dầu khiến cho chứng khoán tạm thời tăng giá và tạo ra cơ hội tăng giá dài hạn cho người những người mua bán song hành.

Nhưng kiểu mua bán này thật sự mạo hiểm. Giả sử xuất hiện vài tin tốt lành dành cho các chứng khoán "được định giá quá cao", ví dụ như, phát hiện một mỏ dầu mới, hoặc các chứng khoán "được định giá đúng" phải hứng chịu một số dự đoán về sự sụt giá, nhà đầu tư có thể sẽ

mất cả chì lẫn chài. Chứng khoán được bán gấp sẽ tăng giá, còn chứng khoán bị giữ lâu sẽ giảm. Loại hình kinh doanh dựa trên chênh lệch giá bị yêu cầu phải điều chỉnh các mức giá sai thường mang tính mạo hiểm cao.

Những người giao dịch cố gắng điều chỉnh mức giá sai cũng sẽ phải kiểm soát rủi ro xảy ra khi nhà đầu tư tỏ ra hào hứng thái quá với triển vọng chứng khoán được định giá cao quá mức. Vào năm 1999, giả sử một người mua bán song hành tin rằng chứng khoán Internet sẽ được định giá cao, anh ta sẽ bán gấp các cổ phiếu Internet yêu thích và hy vọng mua lại chúng với mức giá thấp hơn. Nhưng vì sự hào hứng với cổ phiếu Nền kinh tế mới tiếp tục tăng, giá của các cổ phiếu này thậm chí còn tăng cao hơn – rất nhiều cổ phiếu tăng gấp đôi liên tiếp. Chỉ khi hồi tưởng lại chúng ta mới thấy bong bóng bùng nổ thật sự trong suốt năm 2000 khiến rất nhiều người giao dịch trở nên trắng tay.

Những người tham gia vào trò chơi bán gấp các cổ phiếu định giá quá cao và mua các cổ phiếu được định giá thấp là các quỹ đầu cơ. Đến năm 2006, các quỹ đầu cơ toàn cầu có hơn một nghìn tỷ đô-la vốn; vì còn đi vay rất nhiều nên tổng nguồn tài chính của họ thậm chí còn lớn hơn. Người ta có thể cho rằng các quỹ này có lẽ đã nhận thấy tính không ổn định trong giá của cổ phiếu Internet và đã khai thác việc định giá sai bằng cách bán sớm. Một nghiên cứ do Markus Brunnermeier và Stefan Nagel tiến hành, kiểm tra hoạt động của các quỹ đầu cơ trong suốt giai đoạn 1998 – 2000 để xem xét liệu các quỹ này có kiềm chế sự gia tăng sở thích đầu cơ hay không.

Kết quả thật đáng ngạc nhiên. Những các quỹ đầu cơ này không đóng vai trò chính trong suốt thời kỳ bong bóng. Thực ra các quỹ này bơm phồng bong bóng bằng cách định hướng thay vì kiểm soát nó. Quỹ đầu cơ bao gồm những người mua các cổ phiếu Internet trong suốt giai đoạn 1998 – 2000. Chiến lược của họ chỉ ra rằng sự háo hức lây lan và tâm lý đám đông của nhóm các nhà đầu tư thiếu khôn ngoan sẽ làm tăng khả năng định giá sai. Một cổ phiếu được bán với giá 30 đô-la có thể chỉ “đáng giá” 15 đô-la, sẽ trở thành một món hàng tốt nếu những kẻ ngốc nghếch hơn sẵn sàng trả 60 đô-la trong tương lai.

Có vẻ như các quỹ đầu cơ đóng vai trò gây mất ổn định thị trường dầu trong suốt những năm 2005 và 2006. Từ năm 2004 đến 2006, giá một thùng dầu thô tăng hơn gấp đôi. Mặc dù các nguồn lực kinh tế bao gồm tăng trưởng kinh tế thế giới tạo ra một vài lý do cơ bản làm tăng áp lực lên giá, song không thể giải thích mức giá tăng đó bằng những thay đổi trong mối quan hệ cung cầu của dầu. Có vẻ như hoạt động đầu cơ, đặc biệt bởi các quỹ đầu cơ đã khiến giá nhiên liệu tăng lên. Và một số quỹ đầu cơ bán gấp cổ phiếu trong thị trường dầu tương lai bị thua lỗ nặng nề. Rõ ràng việc kinh doanh dựa trên chênh lệch giá nhằm điều chỉnh bong bóng giá vốn đã thật sự mạo hiểm.

Tuy nhiên, cũng có những lúc việc bán gấp là không thể hoặc chí ít cũng bị kìm hãm. Đặc trưng của việc bán gấp là mượn gấp chứng khoán để chuyển cho người mua. Chẳng hạn, nếu bán gấp 100 cổ phiếu của IBM, tôi phải vay chứng khoán để có thể chuyển cho người mua (đồng thời phải trả người mua bất cứ cổ tức nào của cổ phiếu trong suốt giai đoạn ngắn đó). Trong một số trường hợp, không thể tìm được cổ phiếu để vay, và do vậy trên thực tế không thể tiến hành bán gấp.

Kinh doanh cổ phiếu dựa trên chênh lệch giá gặp trở ngại do khó tìm ra loại chứng khoán thay

thế cho chứng khoán được định giá quá cao. Để thực hiện một giao dịch dựa trên chênh lệch giá hiệu quả cần phải có một cổ phiếu giá trị tương đương để mua nhằm bù vào vị trí của cổ phiếu kia trong một khoảng thời gian ngắn và người ta có thể kỳ vọng rằng sẽ xảy ra một số sự kiện thích hợp gây ảnh hưởng chung đến thị trường hoặc ngành của loại cổ phiếu đó.

Một trong những ví dụ tốt nhất được các nhà nghiên cứu hành vi sử dụng để chứng tỏ thị trường có thể không hiệu quả là trường hợp hai cổ phiếu giống nhau không được mua bán tại mức giá bằng nhau. Royal Dutch Petroleum và Shell Transport được coi là hai công ty sinh đôi của Hà Lan. Năm 1907, hai công ty này hợp nhất để tạo dựng một liên minh và chia lợi nhuận sau thuế là 60% cho Royal Dutch và 40% cho Shell Transport. Trong một thị trường hiệu quả, giá trị thị trường của Royal Dutch luôn cao gấp 1 ½ lần so với giá trị thị trường của Shell. Thực tế, Royal Dutch thường được giao dịch cao hơn Shell 20%. Ở một thị trường hiệu quả, dòng tiền như nhau phải được bán với giá trị tương đương.

Vấn đề trong ví dụ này là hai loại cổ phiếu đều được bán ở các thị trường khác nhau trong nước với các quy định và các giới hạn tương lai khác nhau. Nhưng thậm chí nếu Royal Dutch và Shell được coi là tương đương về mọi mặt, thì việc mua bán dựa trên chênh lệch giữa hai loại cổ phiếu này vẫn rất mạo hiểm. Nếu Royal Dutch được bán với mức cao hơn 10% so với Shell, thì giao dịch hợp lý là bán gấp cổ phiếu được định giá cao của Royal Dutch và mua cổ phiếu Shell với giá rẻ. Tuy nhiên, việc mua bán kiểu này rất rủi ro. Một cổ phiếu được định giá quá cao có thể sẽ luôn được định giá cao hơn, và gây ra tổn thất cho người bán gấp. Cơ hội mua bán hôm nay có thể sẽ tốt hơn vào ngày mai. Thực tế, quỹ đầu cơ nổi tiếng Long Term Capital Management đã thua lỗ khi mua bán dựa trên chênh lệch giữa hai loại cổ phiếu Royal Dutch - Shell khi chúng bị thanh lý sau vụ sụp đổ năm 2008. Rõ ràng người ta không thể hoàn toàn sử dụng việc mua bán dựa trên chênh lệch để điều chỉnh sự sai lệch của giá thị trường so với giá cơ bản.

Bài học rút ra cho các nhà đầu tư từ lý thuyết tài chính hành vi?

Trong chương trình đêm khuya tôi thường xem của David Letteman, có một tiết mục hài hước mang tên “Đánh lừa những con thú ngu ngốc”. Trong mục này, người chủ của con vật bảo chúng làm những trò hề ngớ ngẩn. Thật không may, các nhà đầu tư cũng thường hành động rất giống những người chủ và các con vật trong chương trình này, nhưng không hề buồn cười chút nào. Các nhà đầu tư đã quá tự tin, dễ bị sai khiến bởi đám đông, luôn ảo tưởng về khả năng kiểm soát và không chịu nhận ra sai lầm đầu tư của chính mình.

Chúng ta đã thấy những khía cạnh khác nhau trong hành vi khác nhau của con người ảnh hưởng đến đầu tư như thế nào. Trong đầu tư, chúng ta luôn là kẻ thù lớn nhất của chính mình. Như Pogo[31] từng nhận xét: “Chúng ta đã gặp kẻ thù, và đó chính là chúng ta”. Hiểu rõ chúng ta dễ làm tổn thương tâm lý bản thân ra sao sẽ giúp tránh được những trở thành những nhà đầu tư dại dột và bảo đảm an toàn tài chính. Charles Ellis, tác giả của cuốn sách đầu tư nổi tiếng *Winning the Loser’s* Game (Chiến thắng trong trò chơi của kẻ thất bại), đã bỏ nhiều thời gian theo dõi thị trường chứng khoán và nhận thấy trong cuộc thi tennis của các tay vợt không chuyên, hầu hết các điểm được ghi không phải do sự khéo léo mà chủ yếu là từ những sai lầm từ phía đối thủ. Đầu tư cũng vậy. Ellis cho rằng hầu hết các nhà đầu tư đã tự hạ gục mình bằng cách tham gia các chiến lược đầu tư sai lầm trên thị trường chứng khoán hơn là chấp nhận thụ

động chỉ số mua - và - nắm giữ. Theo cách mà hầu hết các nhà đầu tư phản ứng, thị trường chứng khoán trở thành trò chơi của những kẻ thất bại.

Vào đầu năm 2000, thật dễ hiểu khi chứng khoán công nghệ bạn mua vẫn liên tục tăng điểm, khiến bạn tin rằng mình là thiên tài đầu tư. Cũng dễ hiểu vì sao bạn tin rằng theo đuổi các quỹ đầu tư hoạt động tốt nhất trong khoảng thời kỳ trước chắc chắn là một chiến lược đảm bảo thành công. Tương tự với một số ít người từ bỏ công việc bình thường trong suốt thời kỳ bong bóng để tham gia thị trường chứng khoán cảm thấy hồ hởi khi mua vào lúc 10 giờ sáng và nhận thấy giá đã tăng 10% chỉ ngay buổi chiều hôm đó. Tất cả các chiến lược này đều kết thúc trong thảm họa. Các thương nhân thường xuyên mua và bán sau một thời gian đều thu về số lợi nhuận thấp hơn những nhà đầu tư mua - và - nắm giữ.

Bước đầu tiên để hạn chế những ảnh hưởng nguy hại do nhược điểm trong hành vi của chúng ta gây nên là phải nhận diện được chúng. Cúi đầu trước sự thông thái của thị trường. Giống như những tay chơi tennis không chuyên chỉ cố gắng đánh trả các cú giao bóng mà không di chuyển ngông cuồng luôn là người thắng cuộc, các nhà đầu tư chỉ mua và giữ một danh mục đa dạng bao gồm tất cả các cổ phiếu được giao dịch trên thị trường cũng vậy. Đừng là kẻ thù lớn nhất của chính mình: Tránh bị lừa và trở thành nhà đầu tư ngốc nghếch. Nếu bạn muốn tự mua các cổ phiếu riêng lẻ, đây là phần cốt lõi nhất rút ra từ tài chính hành vi.

1. Tránh hành động theo đám đông

Các nhà kinh tế tài chính hành vi hiểu cơ chế phản hồi khiến các nhà đầu tư chạy theo đám đông. Khi cổ phiếu Internet liên tục tăng, rất khó có thể vượt qua trạng thái hưng phấn – đặc biệt là khi tất cả bạn bè của ta nói về những khoản lợi nhuận kếch xù từ thị trường chứng khoán của họ. Người thân, bạn bè... có ảnh hưởng rất lớn đến các quyết định đầu tư của mọi người.

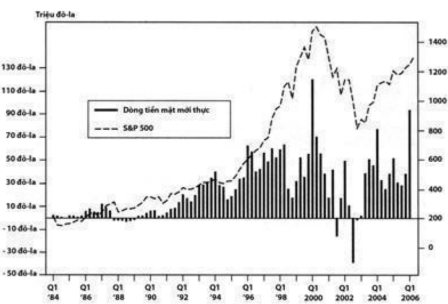
Bất cứ khoản đầu tư nào trở thành đề tài của một cuộc bàn luận rộng rãi cũng có thể đặc biệt làm tổn hại tới tài sản của bạn. Sự thật là vào đầu những năm 1980, giá vàng tăng lên 800 đô-la/1 ounce; vào cuối những năm 1980 thị trường cổ phiếu và bất động sản Nhật Bản theo chỉ số Nikkei leo lên gần mức 40.000; và cổ phiếu liên quan đến Internet vào cuối những năm 1990 và đầu năm 2000 theo chỉ số Nasdaq đã vượt qua ngưỡng 5000 điểm.

Rõ ràng, các cổ phiếu hoặc các quỹ nóng nhất trong thời kỳ trước lại hoạt động tệ nhất trong giai đoạn tiếp theo. Đám đông khiến nhà đầu tư chấp nhận ngày càng nhiều rủi ro trong suốt giai đoạn phồn vinh của thị trường và các hành động tương tự cũng làm họ đầu hàng khi sự bi quan lan rộng. Truyền thông thường khuyến khích những hành vi tự hủy hoại như vậy bằng cách cường điệu hóa tình trạng căng thẳng của thị trường và thổi phồng sự kiện để thu hút người theo dõi. Thậm chí nếu giới truyền thông không chú ý quá mức, thì những thay đổi lớn trên thị trường vẫn khuyến khích các quyết định mua và bán chủ yếu dựa vào cảm xúc thay vì logic.

Một nghiên cứu Dalbar Associate tiến hành chỉ ra rằng do thời điểm xấu nên các nhà đầu tư theo quỹ đầu tư điển hình chỉ thu được tỷ lệ lợi nhuận từ thị trường chứng khoán thấp hơn nhiều so với lợi nhuận lẽ ra sẽ kiếm được chỉ đơn giản bằng cách mua và giữ các quỹ chỉ số thị trường. Đó là vì các nhà đầu tư thường đổ tiền của họ vào các quỹ tương hỗ gần hoặc tại thời

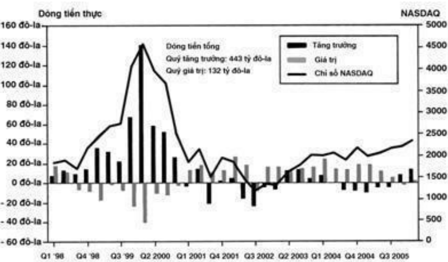
điểm thị trường lên đến đỉnh (khi mọi người đều hào hứng) và rút tiền ra khi thị trường xuống dưới đáy (khi sự bi quan thống trị). Hai biểu đồ sau đây sẽ chứng tỏ quan điểm này. Trong biểu đồ đầu tiên, chúng ta thấy rằng dòng tiền mới chảy vào các quỹ đầu tư lên tới đỉnh điểm khi thị trường tăng cao vào đầu năm 2000. Khi thị trường sụt giảm vào mùa thu năm 2002, nhà đầu tư mới rút tiền ra. Biểu đồ này được gọi là “Tình thế bất lợi theo thời gian”.

Biểu đồ 10.2: Tình thế bất lợi theo thời gian: dòng tiền đổ vào quỹ vốn cổ phần theo thị trường chứng khoán.



Biểu đồ thứ hai được gọi là “Tình thế bất lợi do chọn lựa”. Tại đỉnh thị trường vào đầu năm 2000, tiền đổ vào các quỹ đầu tư theo hướng “tăng trưởng”; đặc biệt là các quỹ liên quan đến công nghệ cao và Internet, và tiền rút ra khỏi các quỹ “giá trị”, các quỹ giữ cổ phiếu “kinh tế cũ” được bán với mức giá thấp so với giá trị và thu nhập ghi sổ. Trong suốt giai đoạn ba năm, các quỹ “giá trị” mang lại lợi nhuận lớn cho các nhà đầu tư, và các quỹ “tăng trưởng” giảm mạnh. Trong suốt quý ba của năm 2002, sau khi chỉ số Nasdaq giảm 80% so với đỉnh, rất nhiều người rút tiền khỏi các quỹ tăng trưởng. Theo đuổi các vụ đầu tư đang sốt trong hôm nay có thể bị đóng băng vào ngày mai.

Biểu đồ 10.3: Tình thế bất lợi do chọn lựa: dòng tiền tính theo quý đổ vào các quỹ giá trị và tăng trưởng, và chỉ số NASDAQ.



2. Tránh đầu tư quá khả năng vốn

Các chuyên gia tài chính hành vi nhận thấy các nhà đầu tư rất tự tin vào sự đánh giá của họ thường mua quá mức so với tình hình tài chính. Rất nhiều nhà đầu tư chuyển từ cổ phiếu này sang cổ phiếu khác hoặc từ các quỹ đầu tư này sang quỹ đầu tư khác như thể chọn lựa và ném thẻ vào trò rummy dành cho hai người. Các nhà đầu tư chẳng thu được gì từ hành động này ngoại trừ việc tăng phí giao dịch và phải trả nhiều thuế hơn. Các nhà đầu tư mua và nắm giữ trì hoãn bất cứ khoản thuế nào đánh vào lợi nhuận và có thể tránh thuế hoàn toàn nếu cổ phiếu được giữ cho đến khi được phân loại như một phần của tài sản. Ghi nhớ lời khuyên của nhà đầu tư huyền thoại Warren Buffet: Sự thờ ơ gần như lười biếng chính là phong cách đầu tư tốt nhất.

Khoảng thời gian nắm giữ chính xác trên thị trường chứng khoán là vô cùng.

Chi phí của việc mua quá khả năng là rất lớn. Sử dụng dữ liệu về hoạt động giao dịch của khoảng 66.000 gia đình trong suốt giai đoạn 1991 - 1996, Barber và Odean nhận thấy các gia đình trung bình trong ví dụ kiếm được lợi nhuận hàng năm vào khoảng 16,4% trong khi lợi nhuận trung bình của thị trường là 17,9%. Ngược lại, lợi nhuận hàng năm từ danh mục của các gia đình mua nhiều nhất lại chỉ có 11,4%. Nói cách khác, các danh mục của các gia đình mua nhiều nhất hoạt động kém hơn các gia đình thụ động. Thêm vào đó, nam giới thường tự tin hơn và mua thường xuyên hơn phụ nữ. Lời khuyên của Odean cho các nhà đầu tư là: Nếu bạn dự định mua cổ phiếu (và đã kết hôn), hãy hỏi vợ bạn xem liệu có nên làm vậy không.

3. Nếu bạn kinh doanh: Hãy bán các cổ phiếu đang mất giá chứ đừng bán các cổ phiếu được giá

Sự đau buồn khi thất bại thường lớn hơn niềm vui khi thành công. Do vậy, thật ngược đời, các nhà đầu tư có thể chấp nhận thêm nhiều rủi ro để tránh tổn thất thay vì chỉ thu được khoản lợi nhuận tương đương. Ngoài ra, các nhà đầu tư sẽ tránh bán các cổ phiếu hoặc quỹ đầu tư đang đi xuống để không phải chấp nhận tổn thất và sai lầm. Mặt khác, các nhà đầu tư thường sẵn sàng loại bỏ những cổ phiếu đang lên giá chỉ vì điều này khiến họ có thể hưởng thụ sự thành công.

Đôi khi, việc giữ các cổ phiếu đang suy giảm trong khi thị trường đi xuống lại là điều thông minh, đặc biệt nếu bạn có lý do để tin tưởng công ty sẽ vẫn thành công. Hơn nữa, bạn sẽ phải hối tiếc gấp đôi nếu bán và cổ phiếu lại đi lên. Tuy nhiên, sẽ là vô nghĩa nếu giữ các cổ phiếu đang mất giá của Enron và WorldCom do niềm tin sai lầm rằng nếu không bán, bạn sẽ không chịu tổn thất. Một “khoản lỗ trên giấy” cũng thật như khoản lỗ thực phải gánh chịu. Quyết định không bán cũng y như quyết định mua các cổ phiếu ở mức giá hiện tại. Ngoài ra, việc bán các cổ phiếu được giá sẽ làm tăng gánh nặng thuế của bạn.

4. Các mánh lới đầu tư ngốc nghếch khác

Hãy thận trọng với các cổ phiếu mới. Bạn nghĩ rằng bạn có thể kiếm rất nhiều tiền bằng cách mua các cổ phiếu lần đầu được chào bán (IPO) của một công ty vừa gia nhập thị trường ở mức giá sàn? Đặc biệt trong suốt giai đoạn diễn ra bong bóng Internet trước khi sụp đổ vào năm 2000, có vẻ như IPO là con đường làm giàu chắc chắn. Một số IPO thành công bắt đầu được bán cao hơn hai, ba, và thậm chí (trong một số trường hợp) bảy lần so với mức giá lần đầu chào bán. Không hề ngạc nhiên khi một số nhà đầu tư tin rằng mua một loại IPO là con đường dễ dàng nhất để trở nên giàu có trên thị trường chứng khoán.

Lời khuyên của tôi là bạn không nên mua IPO ở mức chào bán ban đầu và đừng bao giờ mua IPO ngay sau khi nó được bán tại mức giá cao hơn so với giá IPO. Về mặt lịch sử, IPO thường là khoản đầu tư không hiệu quả. Khi tính toán IPO năm năm sau khi phát hành lần đầu, các nhà nghiên cứu thấy rằng IPO hoạt động kém hơn tổng thể thị trường chứng khoán khoảng 7%/năm. Hoạt động kém bắt đầu sau sáu tháng phát hành. Sáu tháng được coi là giai đoạn “chặn”, khi những người bên trong bị ngăn cản bán ra thị trường. Một khi sự cản trở này bị tháo gỡ, giá cổ phiếu thường tụt xuống.

Kết quả đầu tư của các nhà đầu tư cá nhân thậm chí còn tồi tệ hơn. Bạn sẽ không bao giờ được

phép mua IPO tốt tại mức giá chào bán ban đầu. Những cổ phiếu IPO nóng thường thuộc về các nhà đầu tư tổ chức lớn và khách hàng cá nhân giàu có nhất thuộc vài hãng bảo hiểm. Nếu người môi giới gợi ý rằng có thể mua cổ phiếu IPO, thì bạn có thể chắc rằng cổ phiếu này rất kém. Chỉ khi hãng môi giới không thể bán cho các tổ chức lớn và các khách hàng cá nhân lớn nhất thì bạn mới có cơ hội mua với giá chào bán lần đầu. Do vậy, bạn sẽ chỉ mua được phần IPO ít nhất. Không có chiến lược nào mất tiền mà tôi biết có thể gây nguy hiểm cho tài sản của bạn hơn thế, ngoại trừ trò đua ngựa hoặc đánh bạc ở Las Vegas.

Tỉnh táo trước những lời khuyên mập mờ.Chúng ta đều đã nghe tất cả các chuyện. Ông chú Gene của bạn biết một mỏ kim cương ở Zaire – đảm bảo tin cậy. Hãy nhớ rằng mỏ kim cương đó là một cái hố trong lòng đất với một kẻ nói dối đứng đằng trước. Chị dâu của anh họ bạn, Gertrude, được bí mật rỉ tai về một công ty công nghệ sinh học ít được biết tới. Các vụ đầu tư đến từ mọi phía – bạn bè, người quen, điện thoại, thậm chí từ Internet. Đừng nghe theo họ. Tránh xa bất cứ lời khuyên mập mờ nào. Tất cả sẽ có thể trở thành vụ đầu tư thất bại nhất trong cuộc đời bạn. Và hãy nhớ: đừng bao giờ mua thứ gì từ những người sắp hết hơi.

Đừng tin vào các kế hoạch ngớ ngẩn. Những kẻ không chuyên và các chuyên gia kiểu như vậy khẳng định rằng các kế hoạch tồn tại là để chọn ra những nhà quản lý quỹ giỏi nhất và giúp bạn tránh xa khi thị trường mất giá. Sự thật đáng buồn là điều này không thể thực hiện được. Chắc chắn, có các chiến lược danh mục đầu tư nhằm tạo ra lợi nhuận trên trung bình, nhưng tất cả sẽ tự hủy hoại theo thời gian. Thậm chí, các chiến lược về thời điểm thị trường có thể đem lại thành công trong nhiều năm và thậm chí là nhiều thập niên. Dù vậy, về lâu dài, tôi đồng ý với Bernard Baruch, một nhà đầu tư huyền thoại vào đầu thế kỷ XX, người đã nhấn mạnh rằng: “Tôi không biết ai từng làm vậy (xác định thời điểm thị trường) thành công và thường xuyên.”

Liệu tài chính hành vi có dạy bạn cách để chiến thắng thị trường không?

Một số nhà nghiên cứu hành vi tin rằng các sai lầm hệ thống của nhiều nhà đầu tư có thể mang lại cơ hội chiến thắng thị trường cho các nhà đầu tư khác, những người hành động theo lý trí chứ không theo cảm xúc. Họ tin rằng hoạt động mua bán bất hợp lý tạo ra các diễn biến có thể dự đoán được trên thị trường cổ phiếu và các nhà đầu tư thông minh sẽ tận dụng khai thác triệt để điều này. Chẳng hạn, sự tự tin quá mức của người tham gia thị trường có thể khiến các cổ phiếu “tăng trưởng” bị định giá quá cao so với cổ phiếu “giá trị”. Các ý tưởng này gây tranh cãi nhiều hơn so với các bài học trên đây. Và chúng ta sẽ kiểm nghiệm chúng trong các chương tiếp theo.

11. Nhắm bắn vào lý thuyết thị trường hiệu quả và tại sao bắn trượt

Những người sáng suốt ở London sẽ không gặp phải ngày thứ 3 đen tối do các tình huống bất ngờ xảy ra.

—Một quảng cáo trên *Financial Times*

Vào tháng 7/2002, trong vòng 3 tuần, chỉ số Dow Jones của 30 cổ phiếu công nghiệp đã giảm 1.500 điểm, từ 9.250 xuống còn 7.750, nghĩa là hơn 16%. Khi nghiên cứu sự suy giảm này, các phóng viên tài chính đã nhanh chóng nhận thấy tình hình vẫn không tệ bằng 15 năm trước, vào tháng 10/1987 khi chỉ số Dow mất 1/3 giá trị chỉ trong vòng 1 tháng. Vậy có hiệu quả không? Đối với nhiều nhà quan sát và các nhà đầu tư bị sốc, các sự kiện này đã bộc lộ rõ ràng sự thất bại của lý thuyết thị trường hiệu quả. Phải chăng thị trường chứng khoán thật sự phản ánh chính xác toàn bộ các thông tin liên quan đến cổ phiếu và nền kinh tế vào đầu tháng 10/1987 hoặc đầu tháng 7/2002? Liệu các thông tin quan trọng về viễn cảnh kinh tế của các tập đoàn lớn tại Mỹ đã thay đổi có đủ để chứng minh sự sụt giảm nhanh chóng giá trị của chỉ số Dow?

Các nhà bình luận tin rằng những sự kiện này đã làm giảm đáng kể uy tín của lý thuyết hiệu quả thị trường. Nhiều tạp chí tài chính đưa ra nhận định mơ hồ. Ngay sau vụ sụp đổ năm 1987, *Wall Street Journal* phát biểu rằng thuyết thị trường hiệu quả là “Sai lầm lớn nhất trong lịch sử của học thuyết kinh tế”. Sau đó không lâu, *BussinessWeek* miêu tả thuyết này như một sự thất bại.

Chắc chắn các nhà lý thuyết hành hoài nghi cao độ hiệu quả của thị trường. Họ khiển trách các đồng nghiệp thị trường theo thuyết hiệu quả vì đã mù quáng công nhận rằng thị trường chứng khoán đang vận hành hợp lý. Robert Shiller đã rút ra kết luận từ lịch sử của những dao động trên thị trường chứng khoán rằng giá cổ phiếu biến động quá lớn để có thể được giải thích bằng thuyết thị trường hiệu quả về giá cả, và nhà đầu tư phải dựa vào việc xem xét hành vi và tâm lý đám đông để giải thích quá trình thật sự quyết định giá trên thị trường chứng khoán. Các đặc tính này giúp dự đoán được những biến động của giá cổ phiếu, và cũng được nhiều nhà đầu tư hiểu biết sử dụng để tiến hành các chiến dịch đầu tư thành công.

Công việc của các nhà nghiên cứu hành vi được củng cố thêm nhờ số lượng lớn các nghiên cứu thống kê xác nhận những diễn biến có thể dự đoán được của giá cố phiếu. Thực tế, câu thần chú mới trong giới học thuật là thị trường cổ phiếu ít nhất cũng có thể dự đoán được phần nào. Một trong những ngôi sao sáng nhất trong làn sóng các nhà tài chính mới, Andrew Lo – đến từ Học viện Công nghệ Massachusetts (MIT) – đã xuất bản cuốn sách *A Non-Random Walk Down Street* (Bước đi không ngẫu nhiên trên Phố Wall). Và trong cuốn: *What works on Wall Street* (Điều hiệu quả trên Phố Wall) của James O’Shaughnessy, một nhà quản lý tài chính có sở thích thống kê, tác giả đã đưa ra rất nhiều chiến lược đầu tư mà ông ta tin rằng đã và sẽ còn có thể “đánh bại” thị trường.

Đó chính là chủ đề mà chương này bàn luận: những nỗ lực nhằm chứng tỏ thị trường, như đã chứng minh ở trên, không hiệu quả và không có bước đi ngẫu nhiên có lợi nào có thể xảy ra.

Tôi sẽ xem xét lại toàn bộ các nghiên cứu gần đây đã tuyên bố sự sụp đổ của lý thuyết thị trường hiệu quả và ngụ ý rằng giá thị trường, thật ra hoàn toàn có thể dự đoán được. Và đi đến kết luận là lời cáo buộc chung chung đó đã bị cường điệu quá mức, và phạm vi mà thị trường chứng khoán có thể dự đoán chính xác đã được phát biểu quá lời. Tôi sẽ chỉ ra, theo các nguyên lý của thuyết thị trường hiệu quả – mua và nắm giữ một quỹ chỉ số thị trường rộng lớn – vẫn là trò chơi duy nhất trong thành phố. Mặc dù trong ngắn hạn, không phải lúc nào thị trường cũng hoạt động hợp lý, nhưng về lâu dài nó luôn vận hành hợp lý. Thêm vào đó, việc thực tế là không một ai, không một công nghệ nào có thể thường xuyên dự đoán chắc chắn tương lai cũng đã xác nhận chắc chắn về sự đúng đắn của phương pháp thị trường hiệu quả.

Chúng tôicó hàm ý gì khi cho rằng thị trường hoạt động hiệu quả?

Trước khi bắt đầu, cần phải giải thích ý nghĩa của thuật ngữ “hiệu quả”. Tôi muốn liên hệ nó với câu chuyện rất nổi tiếng về vị giáo sư tài chính và một sinh viên đi ngang qua tờ giấy bạc 100 đô-la rơi trên đường. Khi cậu sinh viên dừng lại để nhặt lên, ông giáo sư liền nói: “Đừng để ý làm gì, nếu đó đúng là tờ 100 đô-la thật thì nó đã không ở đây”. Câu chuyện đã miêu tả chính xác hàm ý thật sự của các nhà tài chính khi họ nói rằng thị trường hoạt động hiệu quả. Thị trường có thể vẫn hiệu quả ngay cả lúc mắc phải những sai lầm nghiêm trọng khi đánh giá, như trong thời kỳ bong bóng Internet giai đoạn 1999-2000. Thị trường có thể vẫn hiệu quả ngay cả khi những người tham gia đều mất lý trí. Thị trường có thể vẫn hiệu quả ngay cả khi giá chứng khoán thay đổi lớn hơn so với mức hợp lý được giải thích bằng các yếu tố cơ bản như thu nhập và cổ tức. Rất nhiều người trong số các nhà kinh tế tin vào tính hiệu quả thị trường đã làm như vậy bởi vì chúng tôi coi thị trường là một công cụ hữu ích để phản ánh nhanh chóng những thông tin mới và chính xác trong phần lớn các trường hợp. Ngoài ra, chúng tôi cũng tin rằng thị trường tài chính hiệu quả bởi vì chúng không cho phép các nhà đầu tư có được những khoản thu trên trung bình nếu họ không chấp nhận mức rủi ro trên trung bình. Nói ngắn gọn, chúng tôi tin rằng tờ 100 đô-la không rơi đâu đây để chờ người nhặt dù đó là một chuyên gia hay một nhà đầu tư không chuyên.

Trong khi một số người thống nhất rằng không có tờ 100 đô-la nào rơi vãi, thì một số lớn hơn lại cương quyết rằng vẫn có rất nhiều cơ hội ngon lành. Cuộc tranh luận xem có bao nhiêu cơ hội đầu tư tuyệt vời, và liệu có biện pháp đáng tin cậy nào để đón nhận chúng là một chủ đề thu hút rất nhiều đề tài nghiên cứu. Theo ghi nhận, đây là kết luận mà tôi tin là đúng và đang ngày càng trở trên chắc chắn theo thời gian:

Không ai có thể dự đoán thường xuyên định hướng của thị trường chứng khoán cũng như sức hút của từng loại cổ phiếu, và do vậy không ai có thể đảm bảo kiếm được khoản lợi nhuận cao hơn thị trường. Và nếu đôi lúc xuất hiện những thương vụ chắc chắn sinh lời thì chúng sẽ nhanh chóng bị vét sạch một khi được biết đến. Không một ai hay một viện nghiên cứu nào từng được ghi nhận là đã tạo ra các cơ hội mua bán cổ phiếu riêng lẻ trong một khoảng thời gian dài liên tục đem lại lợi nhuận, và điều chỉnh rủi ro thành công, đặc biệt nếu họ phải trả thuế và chịu chi phí giao dịch.

Trong ấn bản đầu tiên, để thêm phần đặc sắc cho tác phẩm tôi đã dùng hình ảnh một con tinh tinh bị bịt mắt ném phi tiêu vào tạp chí *Wall Street Journal* cũng có thể chọn một danh mục đầu tư tốt như các chuyên gia. Tất nhiên, lời khuyên này không có nghĩa là ném lao hay khăn

lau vào các trang số liệu chứng khoán – mà là hãy mua một quỹ chỉ số rộng, nói cách khác, đơn giản bạn chỉ cần mua và giữ tất cả cổ phiếu trên thị trường với khoản phí rất thấp.

Tôi tin tưởng vào sự sáng suốt của lời khuyên đó hơn bao giờ hết, và bị thuyết phục rằng những ai bắn bừa vào bước đi ngẫu nhiên của thị trường chắc chắn sẽ trật mục tiêu của họ.

Những cú bắn bừa hoàn toàn trật mục tiêu

Một số chiến lược cố gắng làm mất niềm tin vào tính không ổn định của thị trường lố bịch đến mức có lẽ phải gọi chúng bằng tên lóng là thuyết "thằng ngốc vĩ đại". Trong số đó có Super Bowl và Hemline đã được đề cập đến trong chương 6. Sau khi xem xét kỹ càng, tôi thấy rằng các cú bắn bừa ấn tượng cũng hoàn toàn tịt ngòi. Chúng bao gồm the Dogs of the Dow (Các chú chó của chỉ số Dow), the January Effect (Hiệu ứng tháng Giêng), the "Thank God It's Monday Afternoon" (Tạ ơn Chúa, đã đến chiều thứ Hai) và the Hot News Response (Phản ứng với tin nóng).

Những chú chó của chỉ số Dow – The Dogs of the Dow

Chiến lược thú vị này trở nên phổ biến trong suốt giai đoạn giữa thập niên 1990. Nó tận dụng một xu thế quan niệm rằng các cổ phiếu vốn không được ưa thích cuối cùng sẽ đổi ngược được tình thế. Chiến lược này khuyên các nhà đầu tư hàng năm mua 10 loại cổ phiếu trong số 30 Cổ phiếu Công nghiệp Bình quân Dow Jones có số lợi tức được chia cao nhất. Theo quan niệm này, 10 loại cổ phiếu trên ít được ưa thích nhất, do vậy đặc trưng của chúng là có tỷ số P/E và giá trị ghi sổ thấp. Thuyết này được coi là do Micheal O'Higgins, một nhà quản lý tài chính, đưa ra trong cuốn sách *Beating the Dow* (Đánh bại chỉ số Dow), xuất bản năm 1991. James O'Shaughnessy đã kiểm tra lại lý thuyết này căn cứ vào dữ liệu từ những năm 1920 trở lại; và nhận thấy Những chú chó của chỉ số Dow đã đánh bại chỉ số chung với khoản lợi nhuận tăng thêm là 2 – 3% một năm, và không gây mạo điểm chút nào.

Những điệp viên mũi thính của các nhà phân tích Phố Wall đã dỏng tai lên và mang lại cho thị trường một số lượng lớn các quỹ đầu tư dựa trên quy tắc này. Đến giữa thập niên 1990, hơn 20 tỷ đô-la tiền đầu tư đổ vào các quỹ Những chú chó của chỉ số Dow đã bị các hãng uy tín như Morgan Stanley, Dean Witter và Merrill Lynch bán. Sau đó, đúng như dự đoán, thành công đã chơi khăm những chú chó. Trong suốt nửa cuối của thập niên 1990, Những chú chó của chỉ số Dow hoạt động kém hiệu quả trên toàn bộ thị trường. Như ngôi sao của "những chú chó" – Micheal O'Higgin thừa nhận, "chiến lược này đã quá phổ biến" và cuối cùng đã tự huỷ diệt. Những chú chó của Dow đã không còn đi săn nữa.

Hiệu ứng tháng giêng – The January Effect

Một số nhà nghiên cứu nhận ra rằng tháng Giêng luôn là tháng những khoản lãi trên thị trường chứng khoán tăng bất thường. Những khoản lãi này luôn đặc biệt cao trong suốt hai tuần đầu của tháng Giêng. Hiệu ứng này đặc biệt mạnh đối với các hãng nhỏ. Thậm chí sau khi điều chỉnh rủi ro, các hãng nhỏ vẫn đem lại cho các nhà đầu tư những khoản lãi lớn bất thường – với những khoản lãi cao quá mức chủ yếu phát sinh trong một vài ngày đầu tiên của năm mới. Hiệu ứng này đã được ghi nhận tại nhiều thị trường chứng khoán quốc tế. Nó đã dẫn tới việc ra đời cuốn sách có tựa đề khiêu khích *The Incredible January Effect* (Hiệu ứng tháng Giêng bất

ngờ). Các nhà đầu tư và môi giới chứng khoán có ảo tưởng thu về nhiều tiền hoa hồng đã tự huyễn hoặc bản thân, và thiết kế ra những chiến lược để lợi dụng tình thế bất thường này

Lời giải thích hợp lý cho Hiệu ứng tháng Giêng đó là ảnh hưởng của thuế. Một số nhà đầu tư có thể bán chứng khoán vào cuối năm để được giảm trừ thu nhập khi phải đóng thuế. Nếu áp lực bán làm giảm giá cổ phiếu, thì rõ ràng là các quảng cáo trong suốt tuần đầu tiên của tháng Giêng có thể tạo ra những khoản lãi bất thường. Mặc dù hiệu ứng này có thể áp dụng đối với tất cả các loại cổ phiếu, nhưng nó phổ biến hơn đối với cổ phiếu của các công ty nhỏ vì chúng không ổn định và hiếm khi nằm trong danh mục đầu tư được miễn thuế của các nhà đầu tư tổ chức và các quỹ hưu trí. Hãy giả sử các nhà đầu tư có thể đón nhận bất cứ khoản lợi nhuận nào trong giai đoạn này. Tuy nhiên, thật không may, phí giao dịch cổ phiếu của công ty nhỏ thường cao hơn phí của công ty lớn (do mức chênh lệch giá chào mua và giá chào bán), và dường như các nhà đầu tư trả hoa hồng bình thường không thể nhận ra sự khác thường đó. Hơn nữa, hiệu ứng này không phải năm nào cũng đúng. Nói cách khác, người ta phải trả một cái giá quá đắt để nhặt được khoản tiền hứa hẹn đó, và có những năm nó trở thành ảo vọng.

“Tạ ơn Chúa, đã là chiều thứ hai rồi” – “Thank God It’s Monday Afternoon”

Một mô hình “có thể dự đoán” khác chỉ ra rằng bước đi trên Phố Wall hoàn toàn không hề ngẫu nhiên, được gọi là khoản lãi chứng khoán bình quân do hiệu ứng tiêu cực cuối tuần, bắt đầu từ khi đóng cửa phiên giao dịch thứ Sáu đến khi đóng cửa phiên giao dịch thứ Hai. Theo đó, bạn nên mua cổ phiếu vào chiều thứ Hai khi đóng phiên giao dịch chứ không phải vào chiều thứ Sáu hoặc sáng thứ Hai, khi giá thường cao hơn một chút. Tuy nhiên, lại một lần nữa, hiệu ứng này khá nhỏ nếu tính đến phí giao dịch cần thiết để tận dụng nó, và không phải tuần nào hiệu ứng này cũng xảy ra.

Phản ứng với tin nóng – Hot News Response

Những hoài nghi về khả năng không thể dự đoán vốn có của thị trường chỉ ra sự thật: thị trường đơn giản không thể nhanh chóng tiếp nhận thông tin và sau đó tự động điều chỉnh giá để phản ứng. Một số viện sỹ tin rằng giá chứng khoán phản ứng theo các sự kiện mới và do vậy, việc mua (bán) cổ phiếu khi có tin tốt (xấu) sẽ tạo ra những khoản lãi bất thường. Những người khám phá ra khía cạnh này của thị trường thường gắn với việc “nghiên cứu sự kiện”.

Eugene Fama đã điều tra phần lớn công việc theo lối kinh nghiệm để xác định xem giá cổ phiếu có thật sự phản ứng hiệu quả với thông tin hay không. Các “sự kiện” bao gồm những thông báo ví dụ như: các khoản thu bất ngờ, việc chia tách cổ phiếu, hoạt động cổ tức, sáp nhập, danh sách ngoại hối mới, chứng khoán IPO. Fama đã nhận ra là rõ ràng việc ít phản ứng theo thông tin cũng phổ biến như việc phản ứng quá mức, và sau sự kiện các khoản lãi bất thường vẫn tiếp tục xuất hiện cũng thường xuyên như tần suất không xuất hiện. Ông cũng chứng minh rằng rất nhiều khoản lãi “bất thường” có xu hướng biến mất sau khi chuyển sang dạng khác là do những khoản lợi nhuận “bình thường” kỳ vọng, một vài cách thức khác nhau để điều chỉnh rủi ro, và các phương pháp thống kê để tính toán. Và đi đến kết luận rằng hầu hết những điều bất thường được các nhà nghiên cứu tìm ra “đều có thể quy thành cơ hội”. Tất nhiên những bất thường này không hề xuất hiện để cung cấp cho các nhà đầu tư một cách đáng tin cậy nhằm kiếm những khoản lãi vượt trội.

Tại sao mục tiêu nhắm bắn lại tệ như vậy?

Rõ ràng bất cứ chiến lược nào lặp đi lặp lại và có thể khai thác đều bị thị trường chứng khoán khám phá và kinh doanh dựa trên chênh lệch, cuối cùng sẽ tự hủy hoại. Tại một thời điểm nhất định, có thể vẫn tồn tại một Hiệu ứng tháng Giêng thật sự đáng tin cậy và có thể tận dụng để thị trường chứng khoán, đặc biệt chứng khoán của các công ty nhỏ – kiếm được những khoản lãi lớn bất thường trong suốt năm ngày đầu tháng Giêng. Vậy các nhà đầu tư sẽ làm gì với phát hiện này? Thật đơn giản. Họ sẽ mua vào ngày cuối cùng của tháng Mười hai và bán vào ngày 5/1. Nhưng sau đó các nhà đầu tư nhận ra rằng thị trường sẽ sôi động vào ngày cuối cùng của tháng 12, vì vậy họ phải bắt đầu mua một hôm trước ngày này. Và do có quá nhiều "cơ hội kiếm lời" vào ngày 5/1 nên họ sẽ bán vào ngày 4/1 để tận dụng hiệu ứng. Để thu lợi nhuận, các nhà đầu tư ngày càng mua sớm vào tháng 12, và tương tự, ngày càng bán sớm trong tháng Giêng. Thế nên, cuối cùng hiện tượng này sẽ tự biến mất. Thật ra, hiệu ứng tháng Giêng sẽ không còn đáng tin cậy nữa sau khi trở nên quá phổ biến.

Tương tự, giả sử giá cổ phiếu có xu hướng ít phản ứng với các sự kiện mới, tạo ra những khoản lãi bất thường cho nhà đầu tư nào khám phá ra những thiếu sót trong việc điều chỉnh đầy đủ tức thì – Đây là một phát hiện được các nhà nghiên cứu hành vi Werner De Bondt và Richard Thaler cùng các nhà nghiên cứu John Campbell, Andrew M. Lo, và A. Craig MacKinlay phổ biến rộng rãi. Các nhà quản lý đầu tư "định lượng" sẽ xây dựng chiến lược nhằm cố gắng tìm ra mô hình. Thực tế thì một sự kiện càng có khả năng mang lại lợi nhuận thì càng ít khả năng tồn tại lâu.

Ngoài ra, còn có rất nhiều mô hình dự đoán có thể chỉ đơn giản là kết quả của việc nghiên cứu thông tin. Việc dễ dàng nắm bắt thông tin tài chính khiến các nhà điều tra có thể tìm ra sự tương quan đáng kể, nhưng hoàn toàn không xác thực giữa các biến số tài chính hoặc giữa các dữ liệu tài chính và phi tài chính. Nếu có đủ thời gian tìm hiểu hàng loạt dữ liệu, người ta hoàn toàn có thể chỉ trích bất cứ hiệu ứng nào. Những tài liệu được công bố đều không sẵn sàng cung cấp các kết quả như vậy. Các hiệu ứng nổi bật thường được đăng trên nhiều tạp chí chuyên ngành, trong khi các kết quả không tốt hoặc nghèo nàn từ các cuộc tìm kiếm trước sẽ bị xếp trong ngăn kéo hoặc vứt bỏ. Những vấn đề về khai thác dữ liệu mang tính đặc thù đối với các ngành khoa học không được kiểm chứng, chẳng hạn như kinh tế tài chính vốn dựa vào các phân tích số liệu và không thể kiểm tra giả thiết bằng cách tiến hành thí nghiệm.

Mục tiêu nhắm bắn gần hơn nhưng vẫn trượt

Nên nhớ rằng cần cả lý thuyết và chiến lược để giữ quyền kiểm soát hoặc lợi tức, các viện sỹ cũng như các nhà phân tích đã bắn thêm nhiều phát đạn (tạo ra nhiều chiến lược) chính xác nhằm tiêu diệt bản chất không thể dự đoán của thị trường chứng khoán. Có thể phân thành 3 nhóm: những phát đạn nhằm giữ phương hướng của thị trường, các viên khác để tìm kiếm nhiều khoản lãi lớn dài hạn trên thị trường, và số còn lại có mục đích khám phá ra các cổ phiếu đem lại lợi nhuận cao nhất. Các nhà kinh tế coi hai nhóm trên là những chiến lược thời gian dưới nhiều cái tên: *The Trend Is Your Friend* (Xu hướng là bạn), *The Dividend Jackpot Approach* (Phương pháp xổ số cổ tức), *The Initial P/E Predictor* (Nhà dự đoán chỉ số P/E ban đầu), và *The "Back We Go Again" Strategy* (chiến lược "Chúng ta trở lại"). Các học thuyết thuộc nhóm thứ ba phụ thuộc vào sự bảo vệ của các nghiên cứu chuyên sâu bao gồm "*Smaller Is Better*" (Nhỏ hơn

là Tốt hơn) và tuyên bố "*Value will Win*" (Giá trị sẽ áp đảo). Tất cả các chiến lược đều có một vài điểm xuất sắc, chiến lược này có thể tốt hơn chiến lược kia, song không một chiến lược nào có thể luôn vượt qua sự không thể dự đoán bao trùm thị trường.

Xu hướng là bạn (hay còn gọi là Sức đẩy ngắn hạn)

Những công việc thuần túy dựa vào kinh nghiệm đã củng cố khái niệm ngẫu nhiên trong giá cổ phiếu và ủng hộ quan điểm cho rằng thị trường cổ phiếu không có bộ nhớ – hướng vận động trong giá cổ phiếu ở quá khứ không có ý nghĩa gì trong việc xác định hướng hoạt động trong tương lai. Một cổ phiếu đang tăng giá không có nghĩa sẽ tiếp tục tăng. Vài nghiên cứu gần đây mâu thuẫn với mô hình bước đi ngẫu nhiên thuần túy. Chúng chỉ ra thị trường cổ phiếu có một mức độ lực đẩy nhất định, và thường duy trì những thay đổi giá trong giai đoạn ngắn. Chẳng hạn, các nhà nghiên cứu Lo và MacKinlay phát hiện thấy trong hai thập niên, hàng tuần và hàng tháng các khoản lợi nhuận từ danh mục đầu tư cổ phiếu đa dạng thể hiện một chuỗi tương quan chặt chẽ. Nói cách khác, nếu trong tuần này có lãi thì rất có khả năng tuần tiếp theo cũng có lãi. Ngoài ra, Lo và các chuyên gia khác cũng gợi ý một vài mô hình định giá cổ phiếu được nhiều nhà phân tích kỹ thuật sử dụng, thật sự có khả năng dự đoán ở mức độ nhất định.

Nhiều nhà kinh tế và tâm lý trong lĩnh vực tài chính hành vi nhận thấy sức đẩy ngắn hạn này liên quan tới cơ chế phản ứng tâm lý. Các cá nhân coi việc cổ phiếu tăng giá và được đưa vào thị trường là một dạng "hiệu ứng phong trào". Như đã nhắc đến trong chương 4 và chương 10, Robert Shiller miêu tả việc tăng giá của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ trong suốt những năm cuối thập niên 1990 là kết quả của sự lây lan về mặt tâm lý dẫn đến hàng loạt hành động phi lý. Khi tài chính hành vi trở nên nổi bật hơn, sức đẩy – trái ngược với tính ngẫu nhiên – được rất nhiều nhà điều tra coi là hoàn toàn hợp lý.

Theo tôi, có hai yếu tố ngăn chúng ta xem các kết quả dựa vào kinh nghiệm trên đây là dấu hiệu để chứng tỏ thị trường không hiệu quả. Mặc dù thị trường chứng khoán có thể không phải là một bước đi ngẫu nhiên hoàn hảo, tuy nhiên cần phải phân biệt tầm quan trọng của số liệu thống kê với tầm quan trọng kinh tế. Trên thực tế, việc phụ thuộc vào số liệu thống kê ít làm tăng lực đẩy và không thể khiến các nhà đầu tư nhận được các khoản lãi vượt trội. Không một người nào trả phí giao dịch lại tìm được chiến lược kinh doanh dựa trên sức đẩy nào có thể đánh bại chiến lược mua và nắm giữ. Kết quả nghiên cứu của một nhà kinh tế hành vi khác, Terance Odean, đã chỉ ra rằng các nhà đầu tư theo lực đẩy thị trường không hề thu được lợi nhuận vượt trội. Một ví dụ nữa về các nhà đầu tư này đã chỉ ra rằng họ hoạt động kém hơn nhiều so với các nhà đầu tư mua và nắm giữ ngay cả trong giai đoạn có các bằng chứng thống kê rõ ràng về lực đẩy tích cực.

Chúng ta cũng cần đặt câu hỏi xem liệu những mô hình tương quan chuỗi có nhất quán không. Chiến lược lực đẩy (mua các cổ phiếu có vẻ đang tăng và/hoặc khá mạnh) thường tạo ra các khoản lãi thực dương trong một vài giai đoạn nhưng lại gây thua lỗ trong các giai đoạn khác. Không phải bất cứ mô hình giá cổ phiếu nào cũng hữu ích cho việc hình thành một chiến lược đầu tư có thể chắc chắn mang về khoản lợi nhuận lớn.

William Schwert đặt ra một vấn đề thú vị: Nhiều mô hình có khả năng dự đoán dường như biến mất sau khi được phổ biến trên các tài liệu tài chính, chúng chỉ đơn giản phản ánh xu hướng

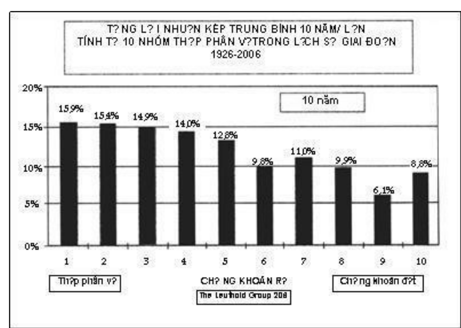
trong các mẫu dữ liệu được chọn và xu hướng thông thường của các nhà nghiên cứu nhằm tập trung vào các kết quả có thể thách thức các bộ óc siêu phàm. Có lẽ, các nhà đầu tư đã học những phương pháp dự đoán quá nhanh và khai thác đến mức chúng không thể mang lại lợi nhuận cho họ nữa.

Phương pháp thắng lớn nhờ cổ tức

Kỹ năng dự đoán thị trường dựa trên giả định logic rằng nếu cổ phiếu nói chung mang lại cổ tức trên mức trung bình, thì tổng các khoản lãi trong tương lai mà nhà đầu tư nhận được cũng sẽ lớn tương đương. Hai nghiên cứu thiên về lý thuyết, một của Eugene Fama và Kenneth French, một của John Campbell và Robert Shiller – đã kết luận rằng một người có thể thắng lớn với phương pháp này, và do vậy phủ định tính ngẫu nhiên của thị trường. Tùy thuộc vào phạm vi, khoảng 40% khả năng thay đổi của các khoản lãi tương lai có thể dự đoán được dựa vào lợi tức ban đầu.

Biểu đồ dưới đây sẽ trình bày một cách thú vị các kết quả. Nó được tạo ra bằng cách tính số cổ tức trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ (trong trường hợp này là chỉ số S&P 500) theo từng quý kể từ năm 1926 và sau đó ước lượng tổng lợi nhuận mười năm/lần tính đến năm 2005. Sau đó, kết quả quan sát được chia thành thập phân vị tùy thuộc vào mức độ cổ tức được chia ban đầu. Nói chung, những con số đó chứng tỏ rằng các nhà đầu tư có được khoản lãi lớn hơn từ thị trường chứng khoán khi mức chia cổ tức ban đầu của danh mục thị trường cũng cao tương ứng, và tỷ lệ nguồn thu tương lai sẽ không cao khi chứng khoán được bán với mức cổ tức thấp.

Biểu đồ 11.1: Tỷ lệ lợi nhuận mười năm trong tương lai khi cổ phiếu được bán ở mức cổ tức ban đầu khác (D/P)



Những phát hiện này không nhất thiết mâu thuẫn với tính hiệu quả của thị trường. Thu nhập từ cổ tức thường cao khi lãi suất cao, và thấp khi lãi thấp. Do đó, khả năng dự đoán lợi nhuận dựa vào mức cổ tức ban đầu chỉ đơn giản phản ánh sự điều chỉnh của thị trường chứng khoán trước các điều kiện kinh tế. Hơn nữa, việc chia cổ tức trong các công ty của Mỹ luôn thay đổi theo thời gian. Các công ty trong thế kỷ XXI thường có khả năng tiến hành chương trình mua lại cổ phiếu thay vì tăng cổ tức. Do vậy, khoản thu từ cổ phiếu không còn mang nhiều ý nghĩa như trước. Đáng chú ý là ở chỗ, vào đầu năm 1995 khi khoản thu từ cổ tức thấp khác thường, thì thị trường chứng khoán lại có vẻ sôi động phi lý với chỉ số Dow Jones ở mức 5.000. Chỉ số Dow đã lên đến đỉnh gần 11.000, và thậm chí sau khi giá cổ phiếu giảm trong suốt giai đoạn đầu những năm 2000 thì khoản lãi từ danh mục thị trường vẫn rất lớn. Thực tế là, kể từ thời điểm giám đốc Cục dự trữ Liên bang Alan Greenspan đọc bài diễn văn nổi tiếng "Sự dồi dào phi lý" vào tháng 12/1996, khoản lãi từ danh mục thị trường vẫn đạt khoảng 8% trong suốt thập niên tiếp theo.

Cuối cùng, lưu ý rằng hiện tượng này không áp dụng với các cổ phiếu riêng lẻ. Những nhà đầu tư chỉ đơn giản mua một danh mục cổ phiếu riêng lẻ với mức cổ tức cao nhất trên thị trường sẽ không nhận được tỷ lệ lợi nhuận cao tương đương.

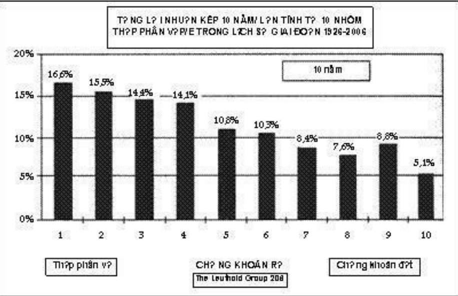
Nhà dự đoán tỷ lệ P/E ban đầu

Để dự đoán tỷ lệ P/E của thị trường nói chung, người ta sử dụng cùng một phương pháp dự đoán đã được dùng để chứng minh với cổ tức. Các dữ liệu dưới đây được trình bày theo phương pháp phân tích thập phân vị tương tự như cổ tức ở trên. Các nhà đầu tư thường kiếm được những khoản lãi lớn trong tương lai khi mua bán cổ phiếu với tỷ lệ P/E tương đối thấp. Campbell và Shiller cho biết, hơn 40% những thay đổi của các khoản lãi trong tương lai có thể dựa đoán trước dựa trên chỉ số P/E ban đầu. Họ kết luận rằng trong quá khứ, lãi từ cổ phiếu có thể dự đoán ở một mức độ đáng kể. Như chúng ta thấy ở biểu đồ 11.4, một số bằng chứng cho thấy các cổ phiếu riêng lẻ với chỉ số P/E thấp so với thị trường có thể mang lại mức lợi nhuận cao hơn.

Từ phát hiện này có thể rút ra hai luận điểm liên quan chặt chẽ với khả năng dự đoán giá cổ phiếu. Thứ nhất, những phát hiện này hoàn toàn phù hợp với quan điểm thị trường hiệu quả trong việc định giá chứng khoán. Chẳng hạn, giá cổ phiếu thấp liên quan tới thu nhập khi tỷ lệ lãi suất cao, và do vậy yêu cầu lãi từ các tài sản tài chính cũng phải cao. Đầu thập niên 1980, chỉ số P/E rất thấp khi trái phiếu chính phủ có lợi tức lên tới 2 con số. Hơn nữa, việc phụ thuộc mù quáng vào những mô hình sẽ dẫn đến những sai lầm lớn trong đầu tư. Năm 1992, chỉ số P/E của thị thường cao bất thường (trên 20). Như bạn thấy trong biểu đồ 11.2, tỷ lệ lợi nhuận trung bình mười năm/lần được dự đoán chỉ vào khoảng 5%. Nhưng thực tế, tỷ lệ lợi nhuận mười năm của cổ phiếu S&P 500 từ năm 1992 đến 2001 đã tăng gấp đôi. Một đồng nghiệp của tôi đã

dồn toàn bộ số tiền để dành nghỉ hưu vào trái phiếu trong những năm đầu 1990 vì chỉ số P/E rất cao. Trong mười năm tiếp theo, anh ta đã rất hối tiếc với quyết định này và không còn dám cho rằng việc dự đoán lợi nhuận từ cổ phiếu là dễ dàng.

Biểu đồ 11.2: Tỷ lệ lợi nhuận mười năm trong tương lai khi cổ phiếu được bán với mức giá trên lợi nhuận (P/E) ban đầu khác



Chiến lược đảo ngược lãi dài hạn

Mua các cổ phiếu hoạt động kém hiệu quả trong ba năm trước có khả năng mang lại cho bạn khoản lợi nhuận lớn trong ba năm tiếp theo. Đây là phát hiện của nghiên cứu mà Eugene Fama, Kenneth French, James Poterba, Lawrence Summers, và Werner De Bondt cùng Richard Thaler tiến hành. Thuật ngữ nghiên cứu phát biểu rằng mặc dù lợi nhuận chứng khoán trong tương lai gần, chẳng hạn như theo tuần hoặc tháng, tồn tại mối tương quan chặt chẽ, nhưng lợi nhuận cổ phiếu trong tương lai xa, chẳng hạn như hai năm, lại thể hiện tương quan chuỗi lỏng. Do vậy, người ta dự đoán chiến lược đầu tư ngược, nghĩa là mua cổ phiếu hoạt động kém trong thời gian gần – sẽ mang lại hiệu quả nhiều hơn so với những cổ phiếu có lợi nhuận cao gần đây. Lời khuyên ngầm dành cho các nhà đầu tư là thị trường thường phản ứng thái quá – theo như những gì các nhà nghiên cứu hành vi tranh luận, và do vậy, nên phớt lờ các cổ phiếu thời thượng và tập trung vào những loại không được yêu thích.

Trong tất cả các mô hình có khả năng dự đoán đã được khám phá hoặc công bố, đối với tôi chiến lược này không chỉ là một trong những chiến lược đáng tin cậy nhất mà còn mang lại khả năng thu lợi nhuận nhiều nhất cho nhà đầu tư. Chắc chắn, những chứng cứ trong phần I của cuốn sách đã chỉ ra rằng sự ưa thích nhất thời và tính đồng bóng đóng vai trò nhất định trong

việc định giá cổ phiếu. Tại một số thời điểm, cổ phiếu blue-chip với số vốn lớn là cơn sốt; lúc khác, cổ phiếu Internet hoặc chứng khoán công nghệ sinh học lại làm mê mẩn giới đầu tư. Dù mốt thời thượng là gì, tất cả đều khiến giá cổ phiếu tăng mạnh và làm nhà đầu tư nào mua ở đỉnh cũng vẫn chịutổn thất nặng nề. Nếu nhà đầu tư tránh mua vào tại đỉnh của thời kỳ bong bóng thiếu cơ sở thì sẽ không mắc phải những sai lầm nghiêm trọng khi đầu tư. Tương tự, nếu cổ phiếu không còn được ưa chuộng và trở thành khoản đầu tư kém hiệu quả, có thể vừa bị các nhà đầu tư loại bỏ – con vịt xấu xí trong thế giới đầu tư – cuối cùng sẽ bộc lộ. Đặc biệt khi phương pháp đảo chiều hài hòa với phương pháp giá trị cơ bản (để tránh việc mua cổ phiếu đơn giản chỉ vì chúng không còn phổ biến nữa), các nhà đầu tư sẽ được hưởng lợi rất nhiều từ chiến lược này.

Giải thích hành vi của sự trái ngược này trong lợi nhuận cổ phiếu thực đã chứng minh ưu thế của những người "xây lâu đài trên cát" trong số những người đưa ra quyết định đầu tư. Nếu giá cổ phiếu luôn bị ảnh hưởng bởi mốt thời thượng và tính đồng bóng có xu hướng tăng và sau đó lại sụp đổ theo thời gian, người ta sẽ kỳ vọng vào sự đảo chiều trong lợi nhuận chứng khoán. Do vậy, rất nhiều nhà điều tra đã kết luận rằng chứng cứ về sự đảo chiều của lợi nhuận mâu thuẫn với giả thiết thị trường hiệu quả. Điều này có thể đúng, nhưng cũng có thể sai. Vì vẫn có những bằng chứng logic và thống kê tiếp tục củng cố học thuyết thị trường hiệu quả.

Sự đảo chiều của lợi nhuận trong các khoảng thời gian khác nhau thường bắt nguồn từ tình hình kinh tế thực tế chứ không hẳn là hiện tượng tâm lý. Tính thiếu ổn định trong lãi suất tạo ra ảnh hưởng kinh tế lớn lên giá cổ phiếu. Bởi lẽ trái phiếu – yếu tố phản ánh đầu tiên đối với xu hướng lãi suất – cạnh tranh với cổ phiếu về vốn đầu tư, nên có thể dự đoán theo logic về mối liên hệ có hệ thống giữa lãi suất và giá cổ phiếu. Đặc biệt, khi lãi suất tăng, giá cổ phiếu sẽ giảm, những thứ khác vẫn giữ nguyên để mang lại lợi nhuận kỳ vọng lớn hơn từ cổ phiếu trong tương lai. Chỉ khi điều này xảy ra thì cổ phiếu mới có thể cạnh tranh với trái phiếu hạng cao. Tương tự, khi lãi suất giảm, cổ phiếu thường có xu hướng tăng do chúng hứa hẹn một khoản lợi nhuận và có khả năng cạnh tranh với trái phiếu.

Rất dễ thấy những thay đổi trong lãi suất có thể tạo ra khoản lợi nhuận đảo chiều của cổ phiếu ra sao. Giả sử lãi suất tăng sẽ khiến giá của trái phiếu và cổ phiếu cùng giảm xuống và thường tạo ra mức lợi nhuận thấp hoặc bị âm trong khoảng thời gian lãi suất tăng. Giả sử sau đó lãi suất trở lại mức ban đầu, khiến giá cổ phiếu và trái phiếu tăng, có xu hướng mang lại lợi nhuận cao cho người sở hữu. Do vậy, trong vòng dao động lãi suất, chúng ta có thể tìm thấy khoản lợi nhuận tương đối lớn đằng sau khoản lợi nhuận thấp, đó là lợi nhuận đảo chiều. Vấn đề là ở chỗ hiện tượng này không phụ thuộc vào mốt thời thượng có thể bị suy yếu theo thời gian mà là kết quả từ phản ứng logic và hiệu quả của những người tham gia thị trường chứng khoán đối với sự dao động của lãi suất.

Rõ ràng, trong bất cứ thời điểm nhất định nào, ngoài lãi suất còn có nhiều yếu tố khác ảnh hưởng đến giá cổ phiếu, vì vậy người ta không nên hy vọng tìm ra sự tương quan hoàn hảo giữa những thay đổi trong lãi suất và giá cổ phiếu. Tuy nhiên, xu hướng lãi suất ảnh hưởng đến giá cổ phiếu có thể giải thích nguyên nhân của lãi suất đảo chiều, và mối quan hệ này hoàn toàn phù hợp với sự tồn tại của thị trường hiệu quả.

Theo thống kê, vẫn có lý do để nghi ngờ "sức thuyết phục" của phát hiện liên quan tới lợi

nhuận đảo chiều này. Mối tương quan của lợi nhuận theo thời gian thấp hơn nhiều trong nửa đầu thế kỷ XX nếu so với nửa cuối. Do vậy, việc sử dụng chiến lược đầu tư ngược đơn giản không đảm bảo thành công. Và thậm chí nếu mốt thời thượng thật sự là nguyên nhân của một số hiện tượng lợi nhuận đảo chiều (như khi một nhóm cổ phiếu cụ thể nào đó được yêu thích hoặc không còn được yêu thích nữa), thì không phải lúc nào nó cũng xuất hiện.

Cuối cùng, xu hướng đó không ảnh hưởng tới các cổ phiếu riêng lẻ nên chúng không hề mang lại lợi nhuận đảo chiều. Mặc dù về mặt thống kê sự đảo chiều này khá quan trọng, nhưng nó chỉ thể hiện sự đảo ngược về ý nghĩa chứ không dự đoán các cơ hội đem lại được lợi nhuận cao. Zsuzsanna Fluck, Richard Quandt, và tôi đã tái tạo một chiến lược đầu tư mua cổ phiếu vừa trải qua giai đoạn hoạt động kém trong 2 hoặc 3 năm. Chúng tôi nhận thấy những cổ phiếu này thật sự cải thiện được lợi nhuận trong giai đoạn tiếp theo, nhưng chỉ ở mức trung bình của thị trường. Do vậy, đó là một mô hình nếu xét về mặt thống kê lợi nhuận đảo chiều nhưng bạn không thể hưởng lợi từ đó. Và thậm chí nếu cổ phiếu "thất bại" từng đem lại khoản lợi nhuận kếch xù thì điều đó không có nghĩa rằng giá cổ phiếu sẽ "vượt quá" mức hợp lý một cách hệ thống. Những cổ phiếu sụt giảm mạnh sau khi kinh doanh đảo chiều không mong đợi, cho thấy sự thiếu chắc chắn và bất ổn là rất mạo hiểm đối với các nhà đầu tư. Do các nhà đầu tư đòi hỏi lợi nhuận cao hơn khi phải gánh chịu nhiều mạo hiểm hơn, người ta phát hiện ra rằng lợi nhuận tương lai của các cổ phiếu kiểu này sẽ cao, phù hợp với tính hiệu quả của thị trường. Tuy nhiên, tôi tin rằng giá cả không phản ứng quá mạnh theo hệ thống là do được củng cố bởi thực tế không ghi nhận sự đảo chiều về giá đáng kể sau xu hướng tăng mạnh.

Vậy nhà đầu tư phải làm gì? Tôi tin rằng thị trường chứng khoán hoạt động logic về cơ bản. Tôi cũng nhận ra rằng thị trường đôi khi bị mốt thời thượng lôi cuốn và lạm dụng sự bi quan. Do vậy, nhà đầu tư "giá trị" sử dụng các học thuyết vững chắc sẽ luôn nhận ra rằng cổ phiếu hiện mang lại ít lợi nhuận có thể sẽ dồi dào hơn trong tương lai. Việc nhận thức được rằng chí ít trên một phạm vi nhất định, số liệu thống kê cũng hỗ trợ xu hướng này, sẽ mang lại cho nhà đầu tư một biện pháp bổ sung thuận tiện để thực hiện chiến lược đầu tư đảo chiều cùng với phương pháp chắc chắn. Nhưng hãy nhớ rằng mối liên hệ thống kê còn lỏng lẻo và một số cổ phiếu không phổ biến, về mặt nào đó, rõ ràng là, mạo hiểm hơn. Hiển nhiên, một số công ty đang trên đà suy yếu có thể tiếp tục đi xuống, như trải nghiệm bi đát mà các nhà đầu tư vào Enron và WorldCom học được năm 2002. Mối liên hệ hoàn toàn lỏng lẻo và không đảm bảo, vì thế nhà đầu tư nên cảnh giác khi kỳ vọng một thành công chắc chắn từ bất cứ chiến lược đảo chiều đơn giản nào.

Hiệu ứng "nhỏ hơn thì tốt hơn"

Có lẽ một trong những mô hình nổi bật nhất mà nhiều nhà nghiên cứu tìm thấy ở lợi nhuận cổ phiếu là xu hướng các công ty nhỏ tạo ra lợi nhuận lớn hơn các công ty lớn sau một thời gian dài. Từ năm 1926, cổ phiếu của các công ty nhỏ thường mang lại tỷ lệ lợi nhuận cao hơn 1,5 điểm phần trăm so với các công ty lớn.

Biểu đồ 11.3 biểu diễn kết quả nghiên cứu của Fama và French. Họ đã chia cổ tức thành các thập phân vị dựa vào quy mô của chúng. Và nhận thấy ở thập phân vị 1, có 10% cổ phiếu của các công ty với số vốn nhỏ tạo ra lợi nhuận lớn nhất. Trong khi đó, ở thập phân vị 10, những cổ phiếu lớn nhất tính theo mức vốn thị trường lại tạo ra khoản lợi nhuận nhỏ nhất. Hơn nữa, các

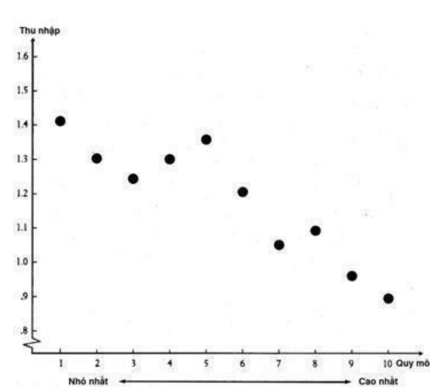
hãng nhỏ thường có xu hướng hoạt động tốt hơn các hãng lớn với hệ số Beta như nhau.

Tuy nhiên, chúng ta phải nhớ rằng các cổ phiếu nhỏ có thể rủi ro hơn và do vậy sẽ đem lại cho nhà đầu tư lợi nhuận cao hơn. Thậm chí nếu "Hiệu ứng công ty nhỏ" tiếp tục tồn tại trong tương lai, thì những phát hiện này cũng không ảnh hưởng đến hiệu quả thị trường. Phát hiện các hãng nhỏ có cổ phiếu hoạt động tốt hơn của các hãng lớn dựa trên nền tảng điều chỉnh rủi ro phụ thuộc vào cách tính rủi ro. Chúng ta đã thấy hệ số Beta, thước đo rủi ro được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu tìm ra lợi nhuận "vượt trội" ở các công ty nhỏ, có thể không hoàn thiện. Do vậy không thể phân biệt khoản lợi nhuận bất thường có thực là do hoạt động thị trường kém hiệu quả hay là do khuyết điểm của thước đo rủi ro. Lợi nhuận vượt trội của các công ty nhỏ hơn có thể chỉ đơn giản là phần thưởng tất yếu cho các nhà đầu tư vì đã chấp nhận rủi ro thất vọng lớn hơn trong khoản lãi đầu tư kỳ vọng. Hơn nữa, hiệu ứng công ty nhỏ được phát hiện trong một vài nghiên cứu chỉ được tiến hành khảo sát với các công ty nhỏ còn tồn tại – chứ không phải các hãng nhỏ đã phá sản.

Cuối cùng, câu hỏi quan trọng được mở ra hay không còn tùy thuộc vào sự tiếp diễn hiệu ứng công ty nhỏ. Mặc dù cổ phiếu của các công ty nhỏ hơn hoạt động rất tốt trong suốt sáu năm đầu kể từ năm 2000, nhưng chúng không mang lại nhiều lợi nhuận trong thập niên 1990. Rõ ràng, mua danh mục đầu tư gồm nhiều công ty nhỏ hiếm khi là một cách chắc chắn để đảm bảo nhà đầu tư kiếm được lợi nhuận cao bất thường với rủi ro được điều chỉnh.

Biểu đồ 11.3: Lợi nhuận trung bình hàng tháng & quy mô: 1963 – 1990

Danh mục đầu tư của các công ty nhỏ có xu hướng tạo ra lợi nhuận cao hơn các hãng lớn.



"Giá trị sẽ thắng"

Năm 1934, David L.Dodd và Benjamin Graham đã đưa ra một tuyên ngôn dành cho các nhà đầu tư và từ đó đến nay thu hút được nhiều người ủng hộ, trong số đó có cả huyền thoại Warren Buffet. Về cơ bản họ cho rằng "Giá trị" luôn luôn thắng thế. Để tìm giá trị, nhà đầu tư phải tìm kiếm những cổ phiếu có chỉ số P/E thấp có giá thấp hơn so với giá trị ghi sổ. Theo quan điểm này, giá trị dựa trên tình hình thực tại hơn là dự đoán sự tăng trưởng trong tương lai. Lý thuyết này phù hợp với quan điểm của các nhà nghiên cứu hành vi (như Kahneman và Thaler): các nhà đầu tư quá tự tin vào khả năng dự đoán mức tăng trưởng trong thu nhập của họ thường có xu hướng trả giá cao quá mức cho những cổ phiếu "tăng trưởng".

Cổ phiếu có chỉ số P/E thấp hoạt động tốt hơn cổ phiếu có chỉ số P/E cao

Tôi rất tán thành quy tắc này. Một trong những quy tắc chọn lựa cổ phiếu chủ yếu của tôi là tìm kiếm các công ty có triển vọng tăng trưởng tốt, chưa bị thị trường chứng khoán phát hiện và do vậy được bán với tỷ suất lợi nhuận tương đối thấp. Phương pháp này thường được mô tả là GARP, tăng trưởng tại mức giá hợp lý. Tôi thường xuyên cảnh báo các nhà đầu tư về sự nguy hiểm của những cổ phiếu đang được ưa thích có tỷ suất lợi nhuận cao. Đặc biệt do tăng trưởng lợi nhuận rất khó dự đoán nên các cổ phiếu có tỷ suất thấp tốt hơn nhiều; nếu tăng trưởng được hiện thực hóa, cả lợi nhuận và chỉ số P/E đều tăng, mang lại cho nhà đầu tư lợi nhuận gấp đôi. Mua các cổ phiếu có chỉ số P/E cao nhưng lợi nhuận không tăng sẽ khiến nhà đầu tư chịu thiệt hại gấp đôi. Cả tiền lãi và chỉ số P/E đều giảm.

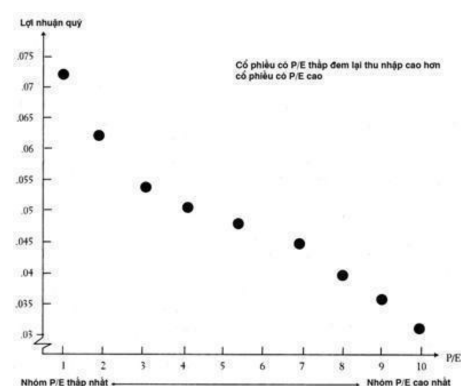
Một số bằng chứng cho thấy danh mục cổ phiếu với chỉ số P/E tương đối thấp (hoặc chỉ số dòng tiền và doanh thu thấp) tạo ra tỷ lệ lợi nhuận trên trung bình kể cả khi đã điều chỉnh rủi ro. Vào cuối thập niên 1970, chiến lược này được Sanjoy Basu kiểm nghiệm và được một số nhà nghiên cứu khẳng định. Chẳng hạn, biểu đồ dưới đây thể hiện lợi nhuận của mười nhóm chứng khoán với số lượng bằng nhau, được xếp theo chỉ số P/E. Nhóm 1 có chỉ số P/E thấp nhất, nhóm 2 xếp thứ 2…. Biểu đồ chỉ ra khi chỉ số P/E của nhóm cổ phiếu tăng, lợi nhuận sẽ giảm xuống.

Tuy nhiên, “Hiệu ứng P/E” thay đổi theo thời gian – không thể dựa vào hiệu ứng này trong mọi thời điểm đầu tư. Và thậm chí nếu hiện tượng tồn tại lâu dài, cũng không ai chắc chắn được liệu lợi nhuận vượt trội là do mạo hiểm hay sự bất thường của thị trường. Các nghiên cứu chứng minh những khoản lãi bất thường được ghi nhận đã sử dụng hệ số Beta để đo mạo hiểm. Ở một khía cạnh nào đó, hệ số Beta không phải là thước đo mức độ mạo hiểm hoàn hảo nên người ta không thể tuyên bố rằng chỉ số P/E thấp thể hiện sự kém hiệu quả của thị trường. Và đừng quên rằng chỉ số P/E thấp luôn phải được đánh giá. Các công ty đang nằm trên bờ vực thảm họa tài chính sẽ luôn bán cổ phiếu tại chỉ số lợi nhuận thông báo thấp. Chỉ số thấp có thể không phản ánh giá trị mà phản ánh mối lo ngại sâu sắc về khả năng tồn tại của công ty. Và chỉ số thấp cũng có thể phản ánh mối lo ngại của nhà đầu tư về việc tính toán “chất lượng” của các khoản lợi nhuận lặp lại.

Cổ phiếu được bán với chỉ số thấp so với giá trị ghi sổ thường mang lại lợi nhuận cao hơn

Một mô hình dự đoán khác về lợi nhuận là mối liên hệ giữa tỷ lệ giá thực tế/ giá trị ghi sổ (giá trị tài sản của công ty được ghi trong giấy tờ) và lợi nhuận tương lai. Các cổ phiếu được bán với tỷ lệ giá thực tế/ giá trị ghi sổ thấp (P/BV) thường tạo ra khoản lợi nhuận cao hơn trong tương lai.

Biểu đồ 11.4: Lợi nhuận trung bình hàng quý trong thập niên 1980 so với chỉ số P/E.



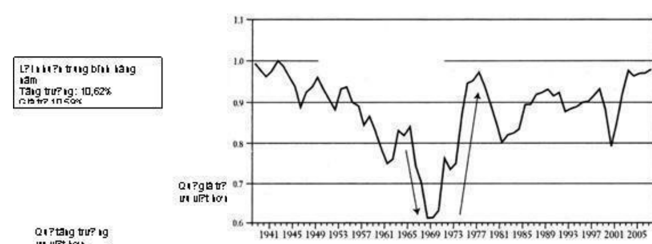
Các nhà nghiên cứu hành vi lý luận rằng kết quả này làm dấy lên những câu hỏi về tính hiệu quả của thị trường nếu chấp nhận hệ số Beta là thước đo hợp lý để tính toán rủi ro. Nhưng các phát hiện này không nhất thiết ám chỉ tính không hiệu quả. Tỷ lệ P/BV có thể phản ánh các yếu tố rủi ro khác được định giá trên thị trường. Các công ty đang gặp khó khăn về tài chính có thể bán với mức giá tương đối thấp so với giá trị ghi sổ. Fama và French cho rằng mô hình mạo hiểm ba yếu tố (bao gồm P/BV, quy mô, và hệ số Beta đều dùng để tính toán rủi ro) là phương pháp chuẩn để tính toán bất cứ trường hợp nào bị cho là thiếu hiệu quả.

Nhưng liệu "giá trị" có luôn luôn vượt trội so với tăng trưởng?

Nên nhớ rằng kết quả của các nghiên cứu đã được xuất bản – cho dù chúng được tiến hành qua nhiều thập niên – vẫn có thể phụ thuộc vào thời gian, vậy thì liệu những mô hình lợi nhuận trong các nghiên cứu học thuật có thể thật sự tạo ra tiền hay không. Biểu đồ 11.5 biểu diễn lợi nhuận thực trung bình do quỹ đầu tư được phân loại dựa trên mục đích "tăng trưởng" hoặc "giá trị" của chúng. Các "quỹ giá trị" cũng được phân biệt như vậy nếu họ mua cổ phiếu với chỉ số P/E thấp và tỷ lệ P/BV thấp. Trở lại thập niên 1930, các nhà đầu tư rõ ràng không hề nhận thấy tỷ lệ lợi nhuận cao từ các quỹ đầu tư là đặc trưng của cổ phiếu giá trị. Biểu đồ cho thấy, trong giai đoạn được Fama và French nghiên cứu, thập niên 1960 - 1990 có lẽ là thời kỳ đặc biệt mà cổ phiếu giá trị liên tục tạo ra tỷ lệ lợi nhuận cao.

William Schwert cho biết hãng đầu tư của Dimensional Fund Advisor đã thật sự gây dựng lên một quỹ đầu tư chọn lựa cổ phiếu giá trị định lượng theo tiêu chí của Fama và French. Khoản lợi nhuận điều chỉnh rủi ro vượt trội của danh mục này âm 0,2%/ một tháng trong thập niên 1990 (sử dụng hệ số Beta để tính mạo hiểm). Điều này thống nhất với kết quả của các quỹ đầu tư giá trị "được quản lý tích cực" trong biểu đồ sau đây. Tuy nhiên, để công bằng, cần phải chú ý rằng các quỹ giá trị đã hoạt động rất tốt trong suốt sáu năm đầu thế kỷ XXI.

Biểu đồ 11.5: Quay trở về số trung bình[32]
Quỹ "Tăng trưởng" & Quỹ "Giá trị", 1937 – 05/2006



Tại sao ngay cả những phát đạn gần hơn nữa cũng vẫn trượt

"Căn bệnh thị trường" thường được các nhà nghiên cứu hành vi dùng để trích dẫn khi minh họa về việc thị trường hoạt động không hiệu quả – miêu tả bong bóng Internet "bước ngoặt của thế kỷ" được kiểm tra trong chương 4. Hiển nhiên, giá trị thị trường đáng kể của Internet và các công ty liên quan trong lĩnh vực này dường như hoàn toàn sai lệch với giá trị hợp lý. Tôi nhất trí với các nhà nghiên cứu hành vi về vấn đề này, và khi đọc tác phẩm *Irrational Exuberance* của Robert Shiller, tôi đồng ý rằng luận điểm này được ủng hộ nhiệt liệt trong thị trường công nghệ cao. Nhưng ngay cả ở đó, chúng ta cũng chỉ biết (sau khi những sai lầm nghiêm trọng đã xảy ra), chứ không thể dự tính cơ hội kinh doanh dựa trên chênh lệch (trong khi nó đang diễn ra) cho các nhà đầu tư duy lý. Tôi đã bị thuyết phục rằng quả bóng đang được bơm hơi, tôi không chấp nhận rủi ro trong việc bán gấp các cổ phiếu Internet, bởi lẽ không ai có thể biết có bao nhiêu kẻ ngốc khác sẽ vây quanh và đẩy giá lên thậm chí còn cao hơn nữa.

Giá trị vốn cổ phần dựa trên cơ sở của những dự đoán tương lai không chắc chắn. Ngay cả khi tất cả những người tham gia thị trường định giá hợp lý các cổ phiếu thường thông qua giá trị hiện tại của dòng tiền mặt kỳ vọng trong tương lai, thì nó vẫn có thể vượt quá giá trị thực. Giờ đây chúng ta nhận thấy rằng dự đoán tỷ lệ tăng trưởng, sự ổn định, thời gian tồn tại tỷ lệ tăng trưởng của các công ty Nền kinh tế mới là không bền vững. Tuy nhiên, chính các nhà đầu tư chuyên nghiệp đã cho rằng giá trị của các công ty công nghệ cao là hợp lý. Chính nhà phân tích chứng khoán hàng đầu của hãng Morgan Stanley có uy tín trên Phố Wall đã trở thành người cổ súy cho Internet bằng cách đề xuất cổ phiếu mạng cho khách hàng. Chính các nhà quản lý quỹ hưu trí và quỹ đầu tư chuyên nghiệp đã làm danh mục đầu tư bị quá tải bởi các cổ phiếu công nghệ cao.

Khi xem xét lại, chúng ta thấy rõ ràng những chuyên gia này đã mắc sai lầm nghiêm trọng, và hiển nhiên không có cơ hội kinh doanh chứng khoán dựa trên chênh lệch giá nào. Người ta có thể không tán thành các tỷ lệ tăng trưởng dự đoán của các nhà phân tích chứng khoán. Nhưng ai có thể chắc chắn hoàn toàn rằng tỷ lệ tăng trưởng phi thường có thể điều chỉnh giá trị cổ phiếu này sẽ không xảy ra khi mà việc sử dụng Internet tăng gấp đôi chỉ sau vài tháng? Thậm chí Alan Greenspan, cựu giám đốc Cục dự trữ liên bang, cũng đã ca ngợi Nền kinh tế mới.

Kể cả khi các cơ hội kinh doanh cổ phiếu dựa trên chênh lệch do định giá sai vẫn tồn tại, nhưng không có cách nào để khai thác chúng. Nhắc lại trường hợp 3Com bán 5% cổ phần của PalmPilot, đồng thời thông báo dự định bán nốt 95% còn lại sau đó. Sự dồi dào bất thường đã đẩy giá cổ phiếu của Palm cao đến mức nếu bạn mua cổ phiếu của 3Com hiện vẫn sở hữu 95% cổ phần của Palm thì bạn có thể mua cổ phiếu Palm với giá thấp hơn giá thị trường. 95% cổ phần của Palm đang thuộc quyền sở hữu của 3Com trị giá 25 tỷ, nhiều hơn so với vốn của 3Com tính theo giá thị trường. Đây là một ví dụ sáng tỏ về việc định giá sai và là một cơ hội rõ ràng để kinh doanh thu lợi nhuận dựa trên chênh lệch giá. Kinh doanh dựa trên chênh lệch giá (vay cổ phiếu PalmPilot và bán ngay, sau đó mua cổ phiếu 3Com) đã không thể thực hiện được. Không đủ cổ phiếu Palm ưu việt để có thể cho vay. Sự "bất thường" biến mất khi 3Com bán ra nhiều cổ phiếu hơn. Hơn nữa, lợi nhuận tiềm năng từ tên tuổi hoặc sự mập mờ của băng điện báo được miêu tả trong chương 4 không đáng kể so với phí giao dịch để khai thác. Do vậy, không một dẫn chứng nào trên đây có thể làm lung lay niềm tin của chúng ta vào sự hiệu quả của thị trường về lâu dài. Có lẽ ngày nay sự bất thường ngày càng trở nên quan trọng đã khiến rất nhiều nhà đầu tư mua các quỹ đầu tư được tích cực quản lý với chi phí cao thay vì các quỹ chỉ số với chi phí thấp.

Và người chiến thắng là…

Đã đến lúc xem xét những phát hiện được thảo luận trên đây thể hiện ra sao trong thực tế. Nếu các mô hình dự đoán xuất hiện cùng với sự tồn tại của việc định giá sai, thì các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp rõ ràng có thể sử dụng chúng để đánh bại một quỹ chỉ số riêng lẻ. Vậy hãy quan sát thật kỹ các kết quả hoạt động của các danh mục được quản lý chuyên nghiệp.

Kết quả hoạt động của các nhà đầu tư chuyên nghiệp

Với tôi, bài kiểm tra thuyết phục nhất của hiệu quả thị trường là kiểm tra trực tiếp hoạt động vượt trội của các nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp so với thị trường nói chung. Hiển nhiên, nếu giá thị trường được xác định bởi các nhà đầu tư phi lý và xa rời một cách có hệ thống so với các dự tính hợp lý về giá trị hiện tại của các công ty, và nếu dễ dàng phát hiện mô hình dự đoán lợi nhuận chứng khoán hoặc giá chứng khoán bất thường thì các nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp có thể đánh bại thị trường. Kiểm tra trực tiếp hoạt động thực tế của những chuyên gia vốn luôn được thúc đẩy vượt lên thị trường, sẽ đưa ra bằng chứng thuyết phục nhất về hiệu quả thị trường.

Một phần quan trọng của bằng chứng chỉ ra rằng các nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp không thể vượt qua các quỹ chỉ số - mua và nắm giữ danh mục thị trường cổ phiếu đa dạng. Chúng ta đã đề cập việc này ở chương 8. Trong suốt hai mươi năm tính đến ngày 31/12/2005, quỹ đầu tư có vốn đầu tư lớn được quản lý tích cực trung bình hoạt động kém hơn chỉ số Standard & Poor khoảng 1,5%/năm. Qua các thập niên, không phải năm nào chỉ số cũng giành chiến thắng, tuy nhiên, hai phần ba số quỹ hoặc hơn thế được quản lý chuyên nghiệp đã bị các quỹ chỉ số đánh bại.

Chắc chắn rằng luôn có những quỹ nóng đánh bại thị trường trong một số thời điểm đặc biệt. Một số nghiên cứu học thuật đã tuyên bố rằng lợi nhuận từ các quỹ đầu tư có thể dự đoán được. Họ cho rằng có thể dự đoán các quỹ hoạt động tốt hơn (hoặc kém hơn) trong một giai đoạn thì cũng sẽ hoạt động tốt hơn (hoặc kém hơn) trong giai đoạn tiếp theo, ít nhất là trong ngắn hạn. Do vậy, các nhà đầu tư có thể kiếm được khoản lợi nhuận cao hơn nhiều bằng cách mua các quỹ hoạt động tốt trong thời gian gần đó, một điều có vẻ mâu thuẫn với lý thuyết thị trường hiệu quả.

Tất nhiên, tôi đặc biệt hào hứng theo đuổi nghiên cứu này. Tôi tin rằng rất nhiều nghiên cứu đã sai lầm do hiện tượng "xu hướng người sống sót", bởi vì chúng chỉ đề cập tới các quỹ thành công vẫn còn tồn tại qua một thời gian dài, trong khi không nhắc đến việc phân tích các quỹ đã thất bại và bị bỏ lại phía sau. Những dữ liệu được sử dụng phổ biến của các quỹ đầu tư, chẳng hạn như các dữ liệu trên Morningstar Service, chủ yếu chứa đựng các ghi chép cũ về tất cả các quỹ hiện vẫn tồn tại. Rõ ràng, các nhà đầu tư không hào hứng với các ghi chép về những quỹ không còn tồn tại nữa. Điều này dẫn tới xu hướng tính toán lợi nhuận hầu hết dựa trên các dữ liệu sẵn có.

Các quỹ đầu tư không thành công thì không thể tồn tại. Bạn không phải là người duy nhất không muốn mua các quỹ đầu tư có thành tích kém. Tổ hợp các quỹ đầu tư thường mang lại cái chết không đau đớn cho các quỹ như vậy bằng cách sáp nhập nó vào một quỹ thành công hơn trong tổ hợp, sau đó vùi lấp hồ sơ của các quỹ kém. Do vậy, chỉ các quỹ thành công mới có thể

tồn tại, và việc tính toán lợi nhuận của các quỹ này thường cường điệu hóa thành công trong việc quản lý quỹ đầu tư. Hơn nữa, có vẻ như lợi nhuận cao vẫn tiếp tục tồn tại. Vấn đề của các nhà đầu tư là tại thời điểm đầu của bất cứ giai đoạn nào họ đều không thể chắc chắn quỹ nào sẽ thành công và tồn tại.

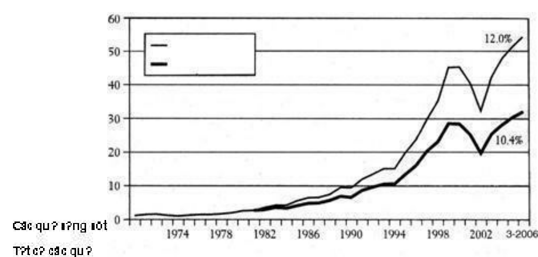
Một nhân tố ít được biết đến trong hành vi của các công ty quản lý quỹ đầu tư cũng rút ra rằng "xu hướng người sống sót" thật sự khắc nghiệt. Nhiều tổ hợp quản lý quỹ đầu tư sử dụng phương pháp xây dựng các quỹ "lò ấp trứng". Một tổ hợp có thể thành lập mười quỹ vốn cổ phần mới với các nhà quản lý khác nhau và chờ xem quỹ nào sẽ thành công. Giả sử sau vài năm, chỉ có 3 quỹ mang lại tổng lợi nhuận cao hơn mức trung bình của thị trường, tổ hợp sẽ bắt đầu đưa ra thị trường các quỹ thành công, loại bỏ bảy quỹ còn lại và chôn vùi các hồ sơ. Hồ sơ đầy đủ từ khi mới bắt đầu của của các quỹ thành công là thứ duy nhất xuất hiện trên các tài liệu về lợi nhuận của các quỹ đầu tư.

Để nghiên cứu tầm quan trọng của xu hướng này, tôi bắt đầu từ Lipper Analytic Services, một công ty cung cấp thông tin về lợi nhuận của các quỹ đầu tư, công chúng có thể tìm dữ liệu trong hơn 20 năm về tất cả các quỹ đầu tư dù chúng có tồn tại hay không. Tôi nhận thấy hàng năm các quỹ đang tồn tại kiếm được lợi nhuận cao hơn 1,5% so với tất cả các quỹ tương hỗ đã tồn tại. Vanguard Group of Investment Companies đã lập biểu đồ dữ liệu trong giai đoạn kéo dài 35 năm. Kết quả được trình bày trong biểu đồ tiếp theo. Khi đọc các bài báo về hoạt động tốt của các quỹ đầu tư, có thể bạn chỉ nhìn thấy hồ sơ của các quỹ còn sống sót. Và không ai biết trước quỹ nào sẽ sống sót.

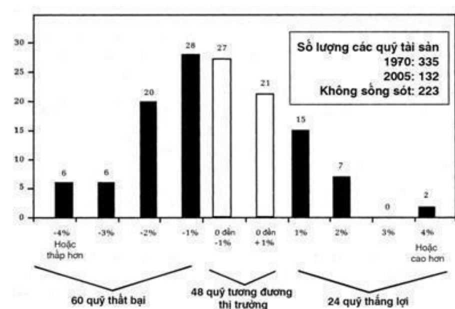
Khi xem xét tất cả các quỹ được niêm yết thị trường, giả thiết ban đầu được đề xuất vào năm 1973 trong ấn bản đầu tiên của *Bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall* vẫn đứng vững. Trong suốt giai đoạn kéo dài 35 năm kể từ lần xuất bản đầu tiên của cuốn sách này, khoảng 2/3 các quỹ được chứng minh là hoạt động kém hơn thị trường nói chung. Kết quả tương tự cũng thu được từ các nhà quản lý quỹ hưu trí chuyên nghiệp, và bao gồm cả các nhà quản lý quỹ đầu cơ. Hầu hết các nhà quản lý đầu tư có khả năng thường xuyên cải thiện hoạt động bằng cách chăm sóc cổ phiếu của họ nhờ thuyết hiệu quả thị trường và không cố gắng dự đoán thị trường. Thật sự, nếu chỉ số S&P là một vận động viên, chắc chúng ta phải bắt nó đi thử doping.

Chúng ta thấy rằng các quỹ được quản lý thường không ưu việt bằng các quỹ chỉ số lớn với độ rủi ro tương đương. Tuy nhiên, như đã chỉ ra trong chương 8, những quỹ này có vẻ tạo ra lợi nhuận lớn hơn trong một giai đoạn, nhưng không thể kéo dài trong giai đoạn tiếp theo. Chưa có một hoạt động nào tồn tại bền vững khi xem xét tất cả các quỹ đầu tư, không tính riêng các quỹ còn sống sót. Chính các quỹ nóng vào cuối thập niên 1990 đã thất bại thảm hại vào đầu những năm 2000. Sau một thời gian dài, kết quả của các nhà quản lý tích cực thậm chí còn tồi tệ. Có thể đếm trên đầu ngón tay số lượng nhà quản lý danh mục chuyên nghiệp từng xoay sở để đánh bại thị trường với bất cứ một con số đáng kể nào, như được trình bày trong biểu đồ sau. Và bạn có thể chắn chắn rằng các quỹ không còn tồn tại sẽ hoạt động kém hơn nhiều. Ghi nhận của các chuyên gia không chỉ ra rằng khả năng dự đoán đầy đủ tồn tại trên thị trường chứng khoán hay có đủ sự phi lý để tạo ra các cơ hội có thể khai thác để kiếm lợi nhuận vượt trội so với mức trung bình của thị trường.

Biểu đồ 11.6: Hiệu ứng xu hướng người sống sót



Biểu đồ 11.7: Tỷ lệ thành công: Lợi nhuận của các quỹ đầu tư còn tồn tại – giai đoạn 1970-2005



Tổng kết

Tôi nhấn mạnh rằng giá trị thị trường dựa trên cả các yếu tố logic lẫn tâm lý. Thuyết giá trị dựa trên dự đoán xu hướng dài hạn của cổ tức, trong khi tỷ lệ tăng trưởng của cổ tức luôn rất khó dự đoán. Do vậy, giá trị cơ bản không bao giờ là một con số xác định. Luôn có một dãy lộn xộn bao gồm các giá trị có thể có và giá cả sẽ thay đổi nhiều trong dãy này một khi sự thiếu chắc chắn và bối rối ngày càng tăng. Hơn nữa, khoản thưởng rủi ro thích hợp dành cho các cổ phiếu thường có thể thay đổi và không bao giờ rõ ràng trong mắt các nhà đầu tư cũng như các nhà kinh tế tài chính. Do vậy, luôn có chỗ để hy vọng, sợ hãi, và mốt yêu thích của những người tham gia thị trường đóng một vai trò nhất định trong quá trình định giá. Thực tế là, ngay từ những trang đầu tiên tôi đã nhấn mạnh rằng vấn đề tâm lý có vẻ như thống trị quá trình định giá như trong cơn sốt củ hoa tulip vào thế kỷ XVII ở Hà Lan và thời kỳ bong bóng Internet đầu thế kỷ XXI. Bởi vậy, tôi vẫn còn đôi chút nghi ngờ về việc chúng ta nên xem xét ý kiến cho rằng chuỗi giá thị trường hiện tại luôn thể hiện sự ước lượng tốt nhất để chiết khấu giá trị phù hợp.

Tuy nhiên, người ta luôn bị ấn tượng với bằng chứng cho thấy giá cổ phiếu thể hiện mức độ hiệu quả đáng kể. Thông tin về giá cũ hoặc bất cứ thông tin cơ bản được phổ biến nào đều nhanh chóng được so sánh với giá thị trường. Giá cả được điều chỉnh phù hợp với các thông tin quan trọng tốt đến mức mà các danh mục được lựa chọn ngẫu nhiên và được quản lý một cách thụ động đều có khả năng hoạt động tốt bằng hoặc thậm chí hơn các danh mục được chuyên gia lựa chọn. Nếu có định giá sai ở mức độ nào đó thì nó cũng không kéo dài. Trong thị trường chứng khoán "Giá trị thực sẽ luôn bị đẩy ra ngoài". Diễn giải lời của Benjamin Graham, cuối cùng thị trường là một cơ chế cân đo chứ không phải cơ chế bỏ phiếu. Hơn nữa, dù có định giá sai thế nào, người ta chỉ có thể nhận ra sau khi sự việc đã diễn ra.

Các bằng chứng được xem xét trong chương này chứng tỏ các khoản lãi tương lai có thể dự đoán ở một mức độ nào đó, và cần phải thực hiện một luận điểm. Thứ nhất, các câu hỏi lớn xung quanh tính đáng tin cậy của các hiệu ứng trên. Rất nhiều câu hỏi có thể là kết quả của "các dữ liệu ngoài lề", cho phép máy tính tìm kiếm hàng loạt dữ liệu về giá cả chứng khoán trước

đây với hy vọng phát hiện ra mối quan hệ nào đó. Nhờ sự phổ biến rộng rãi của máy tính và việc dễ dàng truy cập vào các dữ liệu về thị trường chứng khoán, không có gì đáng ngạc nhiên khi tìm ra nhiều mối tương quan đáng kể về mặt thống kê, đặc biệt là do các tài liệu đã xuất bản luôn thích đăng các kết quả báo cáo bất thường thay vì những khẳng định nhàm chán về sự ngẫu nhiên. Do vậy, rất nhiều mô hình dự đoán từng được khám phá có thể chỉ đơn giản là kết quả của việc khai thác – đánh bại dữ liệu bằng mọi cách cho đến khi cuối cùng dữ liệu cũng phải điều chỉnh theo ý họ.

Thứ hai, thậm chí nếu tồn tại những mối quan hệ có thể dự đoán và đáng tin cậy, thì các nhà đầu tư chưa chắc đã khai thác được. Chẳng hạn, chi phí giao dịch khi cố gắng đầu tư vào Hiệu ứng tháng Giêng quá lớn đến nỗi mà những mô hình có thể dự đoán hầu như không còn ý nghĩa về mặt kinh tế. Thứ ba, các mô hình có thể dự đoán, chẳng hạn như hiệu ứng cổ tức, có thể chỉ đơn giản phản ánh những thay đổi chung của nền kinh tế về mặt lãi suất, hoặc lợi nhuận đi kèm với rủi ro trong trường hợp hiệu ứng của các công ty nhỏ. Cuối cùng, nếu mô hình đó thật sự bất thường, nó sẽ tự tiêu biến khi các nhà đầu tư tối đa hóa lợi nhuận tìm cách khai thác. Thực tế, bất cứ khả năng dự đoán lợi nhuận nào càng có vẻ mang lại lợi nhuận cao thì càng ít khả năng tồn tại.

Trong thập niên 1990, xuất hiện cuộc tranh cãi giữa Robert Shiller, một người hoài nghi về hiệu quả thị trường và Richard Roll, một nhà kinh tế học hàn lâm, đồng thời là một doanh nhân điều hành các quỹ đầu tư trị giá hàng tỷ đô-la. Sau khi Shiller nhấn mạnh tầm quan trọng của mốt thời thượng và sự thiếu hiệu quả trong việc định giá cổ phiếu, Roll đã đáp trả như sau:

Cá nhân tôi đã cố gắng đầu tư tiền, tiền của các khách hàng và của chính mình, vào mọi công cụ dự đoán và sự bất thường mà các học giả tưởng tượng ra…Tôi đã cố gắng khai thác sự bất thường xảy ra vào cuối năm và mọi chiến lược căn cứ vào các nghiên cứu học thuật. Tôi đồng ý với Bob rằng các nhà tâm lý đầu tư đóng một vai trò quan trọng. Nhưng, tôi luôn giữ quan điểm ban đầu của mình rằng sự thiếu hiệu quả thật sự của thị trường phải là một cơ hội có thể khai thác. Nếu nhà đầu tư không thể khai thác được gì một cách có hệ thống, lúc này hay lúc khác, thì rõ ràng là do các thông tin kết hợp chặt chẽ với giá cổ phiếu… Các chiến lược đầu tư thực tế không đem lại kết quả mà các sách vở học thuật cho rằng chúng có thể tạo ra.

Tôi đã nhấn mạnh quan điểm cuối cùng của Roll trong cuộc tranh luận gần đây với một nhà quản lý danh mục. Anh này đã sử dụng các phương pháp định lượng hiện đại nhất để quản lý danh mục đầu tư và sử dụng hầu hết các dữ liệu thống kê do giới học thuật và những người đầu tư tìm ra. Phương pháp của anh ta kết hợp tất cả các khả năng dự đoán theo thống kê mà tôi đã trình bày trên đây. Anh ta "đánh giá lại" các kỹ năng của mình bằng các dữ liệu trong vòng 20 năm trước và nhận thấy nó vượt qua chỉ số S&P 500 khoảng 3 điểm phần trăm. Nhưng kết quả kiếm tiền thực tế của anh ta thì khác hẳn. Trong giai đoạn 20 năm tiếp theo, anh ta hiếm khi đạt được lợi nhuận bằng chỉ số S&P sau khi trừ đi các chi phí. Nhưng đây là một kết quả tuyệt vời và anh ta được xếp vào nhóm 10% các nhà quản lý tiền hàng đầu. Đồng thời các kết quả chỉ rõ rằng các kỹ năng hiệu quả trên giấy tờ không nhất thiết sẽ hiệu quả khi đầu tư tiền và chịu các khoản phí giao dịch có trong thế giới đầu tư thực tế.

Chừng nào còn thị trường chứng khoán thì những đánh giá tập thể của các nhà đầu tư vẫn có thể sai lầm. Rõ ràng là, một số người tham gia thị trường thường không thật sự duy lý lắm. Kết

quả là, những hiện tượng bất thường trong việc định giá và những mô hình có thể dự đoán liên quan tới lợi nhuận cổ phiếu có thể xuất hiện mọi lúc và thậm chí tồn tại trong một số giai đoạn ngắn. Trên đà đó, theo thời gian với sự phức tạp ngày càng tăng của các dữ liệu và kỹ năng kinh nghiệm, chúng ta sẽ chứng minh được sự trệch hướng rõ ràng của chúng khỏi hiệu quả do ngày càng thêm nhiều mô hình giúp gia tăng lợi nhuận cổ phiếu. Nhưng tôi tin rằng kết quả cuối cùng sẽ làm mất đi niềm tin của các chuyên gia về hiệu quả của thị trường trong việc tận dụng tốt thông tin, và tôi cũng cho là bất cứ mô hình hoặc sự phi lý nào trong tương lai đều không thể tiếp tục duy trì và sẽ không mang lại cho nhà đầu tư một phương pháp có thể thu được lợi nhuận bất thường. Nếu bất cứ tờ 100 đô nào bị rơi thì nó sẽ không ở đó lâu đâu.

Phần IV. Hướng dẫn thực hành cho những người bộ hành ngẫu nhiên và các nhà đầu tư khác

12. Hướng dẫn phù hợp cho người bộ hành ngẫu nhiên

Khi đầu tư tiền, lợi nhuận kỳ vọng còn tùy thuộc vào việc bạn muốn ăn ngon hay ngủ ngon.

—J. Kenfield Morley, *Some Things I Believe*

Phần IV hướng dẫn cho bạn cách thực hành bước đi ngẫu nhiên trên Phố Wall. Trong chương này, tôi đưa ra một số lời khuyên chung về đầu tư có thể hữu ích cho tất cả các nhà đầu tư, chậm chí nếu họ không tin vào hiệu quả của thị trường chứng khoán. Trong chương 13, tôi sẽ giải thích sự thay đổi diễn ra gần đây trong lợi nhuận của cổ phiếu và trái phiếu, đồng thời chỉ ra cách để bạn đánh giá tương lai. Tôi cũng chỉ ra cách để bạn tính toán khoản lợi nhuận dài hạn có thể thu được từ các chương trình đầu tư khác nhau với ít sai sót nhất. Trong chương 14, tôi giới thiệu một hướng dẫn đầu tư trọn đời, chỉ ra các giai đoạn trong cuộc đời đóng vai trò quan trọng như thế nào khi xác định khoản đầu tư nào có thể giúp bạn đạt được mục tiêu tài chính của mình.

Trong chương cuối, tôi sẽ giới thiệu ba chiến lược cụ thể cho các nhà đầu tư cổ phiếu ít nhất cũng tin một phần vào thuyết thị trường hiệu quả hoặc những ai tin rằng thậm chí nếu ý kiến của giới chuyên môn có tồn tại, thì họ cũng không thể tìm được nó. Nhưng nếu có óc xét đoán, bạn sẽ chỉ dạo bước ngẫu nhiên sau khi đã chuẩn bị kỹ lưỡng và chi tiết. Thậm chí nếu giá cố phiếu có thay đổi ngẫu nhiên, bạn cũng không nên làm vậy. Suy nghĩ về lời khuyên giống các động tác thể dục khởi động có thể giúp bạn đưa ra các quyết định tài chính nhạy bén và làm tăng lợi nhuận đầu tư sau thuế.

Bài tập 1: Tập trung các nguồn cung cấp cần thiết

Rất nhiều người tin rằng các hướng dẫn về cách phân bổ tài sản và cách mua loại cổ phiếu riêng lẻ hoặc quỹ đầu tư chính là những chiếc vé mang lại thời gian nghỉ hưu thoải mái và một danh mục đầu tư phong phú. Thật không may, những chiếc vé đó thậm chí không đáng giá bằng tờ giấy in ra chúng. Thực tế, yếu tố điều khiển sự tăng trưởng tài sản quan trọng nhất chính là bạn tiết kiệm được bao nhiêu, tiết kiệm yêu cầu tính kỷ luật. Nếu không có một chương trình tiết kiệm thường xuyên, thì việc bạn kiếm được 5%, 10% hay thậm chí 15% từ các quỹ đầu tư của mình cũng chẳng có ý nghĩa gì. Điều quan trọng nhất bạn có thể làm để đảm bảo tài chính là bắt đầu một chương trình tiết kiệm thường xuyên, càng sớm càng tốt. Con đường tin cậy duy nhất để có thời gian nghỉ hưu thoải mái là từ từ tạo ra một khoản dự trữ chắc chắn. Nhưng rất ít người đi theo con đường cơ bản này, và khoản tiết kiệm của một gia đình Mỹ tiêu biểu thường bất hợp lý.

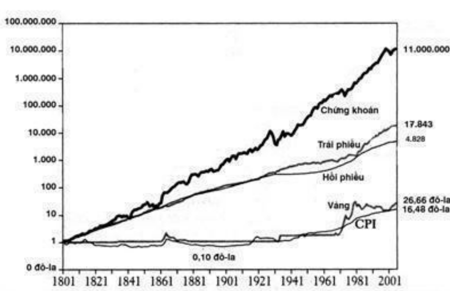
Bắt đầu tiết kiệm ngay từ bây giờ là điều tối quan trọng. Hàng năm bạn đổ tiền vào đầu tư

khiến những mục đích cuối cùng để nghỉ hưu thoải mái khó đạt được. Tin tưởng đúng lúc thay vì tính toán thời gian. Dần dần bạn có thể tích trữ một khoản tiết kiệm lớn, chứ không phải ngay khi mới bắt đầu.

Bí quyết của việc làm giàu chậm (nhưng chắc) là phép màu của lãi suất kép. Albert Einstein đã miêu tả lãi suất kép là "khám phá toán học vĩ đại nhất của mọi thời đại". Nghe có vẻ phức tạp, nhưng nó chỉ đơn giản bao gồm thu được lợi nhuận không chỉ từ khoản đầu tư ban đầu mà còn từ khoản tái đầu tư của bạn.

Jeremy Siegel, tác giả của cuốn sách đầu tư tuyệt vời có tiêu đề *Stocks for the Long Run* (Cổ phiếu dài hạn), đã tính toán lợi nhuận từ những tài sản tài chính trong giai đoạn 1800-2005. Tác phẩm của ông chứng tỏ sức mạnh đáng kinh ngạc của lãi kép. Một đô-la đầu tư vào cuối năm 1802 sẽ tăng lên thành 11 triệu đô-la vào cuối năm 2005. Con số này vượt xa tỷ lệ lạm phát được tính theo chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Biểu đồ dưới đây đồng thời chỉ ra những khoản lợi nhuận thu được khiêm tốn hơn thế nhiều khi đầu tư vào vàng và hối phiếu Bộ Tài chính Mỹ.

Biểu đồ 12.1: Tổng chỉ số lợi nhuận



Nếu bạn muốn có một chiến lược đầu tư làm giàu nhanh thì đây không phải là cuốn sách dành cho bạn. Tôi để lại điều đó cho những kẻ bán hàng bịp bợm. Để làm giàu, bạn sẽ phải tiến hành từ từ và phải bắt đầu ngay.

Chuyện gì sẽ xảy ra nếu bạn không tiết kiệm khi còn trẻ và khi ở tuổi 50 không có chút tiền tiết kiệm nào, không một kế hoạch nghỉ hưu và ngập chìm trong nợ nần thẻ tín dụng. Việc lên kế hoạch để nghỉ hưu thoải mái sẽ trở nên vất vả hơn nhiều. Nhưng không bao giờ là quá muộn để thực hiện kế hoạch đó. Không có cách nào khác để chuẩn bị cho thời gian bị mất ngoài cách sống căn cơ và bắt đầu chương trình tiết kiệm nghiêm ngặt ngay bây giờ. May mắn thay, rất dễ để chơi trò đuổi bắt với các kế hoạch nghỉ hưu có lợi về thuế được miêu tả dưới đây.

Hãy coi trọng vấn đề thời gian. Bắt đầu tiết kiệm sớm và thường xuyên. Sống giản dị và không dùng đến số tiền đã để riêng một chỗ. Nếu bạn cần thêm quy tắc, hãy nhớ rằng điều tồi tệ hơn cả cái chết là tiêu hết số tiền dành để nghỉ hưu. Và nếu bạn tin vào các dự đoán, thì khoảng một triệu trẻ sơ sinh ngày nay sẽ sống ít nhất 100 tuổi.

Bài tập 2: Đừng để bị trắng tay: bảo vệ bản thân bằng các nguồn tiền mặt và bảo hiểm

Cuộc sống chứa đầy rủi ro, và các nhu cầu tài chính ngoài dự đoán luôn xảy ra với mọi người. Điều tồi tệ thường xảy đến vào lúc gia đình bạn phải chịu các chi phí y tế cao. Bạn bị thất nghiệp ngay sau khi cậu con trai làm hỏng chiếc xe của gia đình. Vì vậy mọi gia đình đều cần

khoản tiết kiệm tiền mặt cũng như khoản bảo hiểm hợp lý để sử dụng khi xảy ra tai họa.

Tiết kiệm tiền mặt

Tôi biết rất nhiều nhà môi giới chứng khoán nói rằng bạn sẽ để lỡ cơ hội đầu tư nếu cứ khư khư giữ lấy tiền mặt. "Tiền mặt là thứ vô giá trị" là câu thần chú của những người môi giới. Tuy nhiên, mọi người đều cần phải dành một khoản dự trữ trong những khoản đầu tư an toàn và chắc chắn để chi trả các hóa đơn y tế phát sinh ngoài dự kiến hoặc để chi dùng khi thất nghiệp. Giả sử bạn có bảo hiểm y tế và bệnh tật, khoản dự trữ này có thể đủ để thanh toán các chi phí sinh hoạt trong vòng ba tháng. Hơn nữa, bất cứ khoản chi tiêu lớn nào trong tương lai (chẳng hạn như học phí của con bạn) phải được thanh toán bằng các khoản đầu tư ngắn hạn (chẳng hạn như khoản tiền gửi ngân hàng) có thời gian đáo hạn vào đúng lúc chúng ta cần đến.

Bảo hiểm

Ai cũng cần bảo hiểm. Sẽ là vô trách nhiệm nếu những người trụ cột trong gia đình không mua bảo hiểm. Chúng ta luôn phải đối mặt với nguy cơ tử vong mỗi khi lái xe hoặc băng qua những con đường đông đúc. Một cơn bão hoặc hỏa hoạn có thể phá hủy nhà cửa và tài sản của bạn. Mọi người cần phải tự bảo vệ bản thân khỏi các tình huống bất ngờ.

Đối với cá nhân, bảo hiểm nhà và xe là điều bắt buộc. Bảo hiểm sức khỏe và bệnh tật thường được công ty thanh toán. Bảo hiểm nhân thọ để bảo vệ gia đình trong trường hợp mất đi người trụ cột cũng rất cần thiết. Bạn không cần đến bảo hiểm nhân thọ nếu độc thân hoặc không có người phụ thuộc. Nhưng nếu gia đình và con cái phụ thuộc vào thu nhập của bạn thì bạn thật sự cần đến bảo hiểm nhân thọ.

Có hai loại sản phẩm bảo hiểm nhân thọ: hợp đồng bảo hiểm cao cấp bao gồm bảo hiểm với các tài khoản đầu tư; và hợp đồng bảo hiểm thường chi trả trong trường hợp tử vong, và không có giá trị tiền mặt.

Hợp đồng bảo hiểm cao cấp có nhiều ưu điểm và thường được quảng cáo về lợi ích tiết kiệm thuế. Thu nhập từ phần tiền lãi bảo hiểm sẽ được đưa vào kế hoạch tiết kiệm miễn thuế, điều này rất có lợi cho các cá nhân tối đa hóa các kế hoạch tiết kiệm trả thuế sau khi nghỉ hưu. Ngoài ra, những người không tiết kiệm thường xuyên sẽ nhận thấy các phí bảo hiểm định kỳ sẽ tạo nên kỷ luật cần thiết nhằm đảm bảo gia đình sẽ có một khoản tiền nếu họ qua đời và giá trị tiền mặt sẽ tăng trong khoản đầu tư theo kế hoạch. Nhưng kiểu bảo hiểm này đem lại ưu đãi cho các đại lý bán bảo hiểm và những người thu phí bán hàng cao. Phí bảo hiểm ban đầu sẽ được dành chủ yếu để trả tiền hoa hồng bán hàng và các khoản chi phí chung thay vì làm tăng giá trị tiền mặt. Do vậy, không phải tất cả số tiền của bạn đều được sử dụng hiệu quả. Tôi ủng hộ phương pháp Tự thực hiện của hầu hết mọi người hơn. Mua bảo hiểm định kỳ để bảo vệ và tự đầu tư đa dạng vào một kế hoạch nghỉ hưu hoãn trả thuế. Những lời gợi ý sau đây sẽ cung cấp một kế hoạch đầu tư tốt hơn nhiều so với các hợp đồng bảo hiểm nhân thọ "Trọn đời" hay "Khả biến".

Lời khuyên của tôi là mua bảo hiểm định kỳ có thể gia hạn được; bạn có thể thay đổi chính sách bảo hiểm mà không cần phải kiểm tra sức khỏe. Bảo hiểm nhân thọ định kỳ giảm dần với mức gia hạn thấp dần, phù hợp nhất với nhiều gia đình, vì qua thời gian (và con cái cùng các

khoản thu của gia đình lớn lên), nhu cầu bảo vệ thường giảm bớt. Tuy nhiên, bạn nên biết rằng lợi nhuận từ bảo hiểm nhân thọ định kỳ tăng lên rất nhiều khi bạn 60, 70 hoặc hơn thế nữa. Nếu bạn vẫn cần đến bảo hiểm, thì lúc này, bạn sẽ thấy bảo hiểm định kỳ vô cùng đắt đỏ. Nhưng rủi ro lớn nhất lúc này không phải là đột tử; mà vấn đề là bạn sẽ sống quá lâu và tiêu sạch tài sản của mình. Bạn có thể làm tăng tài sản lên một cách hiệu quả nhờ mua bảo hiểm định kỳ và đầu tư khoản tiền đã tiết kiệm.

Hãy dành thời gian để xem xét cẩn thận và tìm ra thỏa thuận tốt nhất. Có rất nhiều loại công ty bảo hiểm. Sẽ rất sáng suốt nếu sử dụng dịch vụ báo giá qua điện thoại hoặc Internet nhằm đảm bảo rằng bạn đang thực hiện giao kèo tốt nhất. Các chương trình bảo hiểm thông qua các đại lý thường đắt hơn vì còn phải trả phí hoa hồng. Tại sao phải trả phí hoa hồng khi bạn có thể tự mình tìm kiếm giao kèo tốt hơn?

Niên kim khả biến trả sau

Một sản phẩm bảo hiểm được gọi là niên kim khả biến trả sau gần đây rất được báo chí quan tâm. Tôi sẽ tránh không mua các sản phẩm niên kim khả biến, đặc biệt là các sản phẩm giá cao do những người bán hàng giới thiệu. Một niên kim khả biến chắc chắn là một khoản đầu tư có đặc điểm bảo hiểm. Đặc điểm này thể hiện ở chỗ nếu bạn qua đời và giá trị của khoản đầu tư thấp hơn số tiền bạn đóng, công ty sẽ hoàn lại toàn bộ khoản đầu tư ban đầu. Hợp đồng bảo hiểm này rất đắt vì bạn phải trả phí hoa hồng và phí bảo hiểm cao. Trừ khi quỹ đầu tư của bạn giảm sút nghiêm trọng cùng với sự sụt giá của thị trường chứng khoán và bạn hết sạch tiền ngay sau khi mua niên kim khả biến, còn không thì giá trị hợp đồng bảo hiểm này có thể sẽ rất nhỏ. Nhớ rằng quy tắc căn bản để đảm bảo tài chính là: đơn giản hóa. Tránh bất cứ sản phẩm tài chính phức tạp nào cũng như những nhân viên nào khát khao bán hàng cho bạn. Lý do duy nhất mà bạn nên cân nhắc một niên kim khả biến là bạn siêu giàu và đã tối đa hóa tất cả các khoản tiết kiệm hoãn thuế khác. Khi đó, bạn nên mua các khoản bảo hiểm này từ các nhà cung cấp có mức phí thấp chẳng hạn như TIAA-CREF hoặc The Vanguard Group.

Bài tập 3: Hãy đua tranh – Để lợi nhuận trong khoản tiền mặt dự trữ của bạn đủ theo kịp lạm phát.

Như tôi đã chỉ rõ, cần có một số khoản sẵn sàng cho các chi phí sắp tới, ví dụ như, học phí đại học, các tình huống khẩn cấp có thể xảy ra, hoặc thậm chí là hỗ trợ về tâm lý. Do vậy, bạn thật sự lâm vào thế tiến thoái lưỡng nan. Bạn biết rằng nếu giữ tiền trong ngân hàng với mức lãi suất giả sử là 2%, trong khi tỷ lệ lạm phát luôn vượt quá 2%, bạn sẽ mất đi khả năng mua thực. Tình trạng thật sự sẽ còn tệ hơn bởi vì lãi suất bạn nhận sẽ bị đánh thuế thu nhập thường xuyên. Vậy những khoản tiết kiệm nhỏ phải làm gì? Có một vài khoản đầu tư ngắn hạn có thể mang lại tỷ lệ lợi nhuận bảo vệ bạn khỏi tình trạng lạm phát.

Quỹ đầu tư thị trường vốn

Tôi tin rằng các quỹ đầu tư thị trường vốn (các quỹ tiền) mang lại cho các nhà đầu tư công cụ tốt nhất để giữ lại khoản dự trữ tiền mặt. Nó bao gồm các yếu tố như tính an toàn, lợi nhuận tương đối lớn, và có thể viết những tấm séc lớn dựa trên số dư quỹ của bạn, ít nhất cũng vào khoảng 250 đô-la. Bạn sẽ tiếp tục nhận được lãi cho đến khi tài khoản hết sạch tiền. Trong suốt

thập niên đầu tiên của thế kỷ XXI, lãi suất của các quỹ này khoảng 2 - 5 %. Không phải tất cả các quỹ đầu tư thị trường vốn đều như nhau, nhưng một số quỹ có tỷ lệ chi phí cao hơn hẳn (chi phí điều hành và quản lý) so với các quỹ khác. Nói chung, chi phí thấp hơn sẽ mang lại lợi nhuận cao hơn.

Kỳ phiếu ngân hàng (CDs)

Khoản dự trữ cho bất cứ chi phí nào trong tương lai nên được đầu tư vào những công cụ an toàn có thời điểm đáo hạn trùng với ngày cần đến khoản tiền đó. Giả sử, bạn để riêng khoản tiền để trả học phí cao đẳng vào cuối một, hai hoặc ba năm. Trong trường hợp này, kế hoạch đầu tư thích hợp là mua ba kỳ phiếu ngân hàng có thời gian đáo hạn là một, hai, hoặc ba năm. Kỳ phiếu ngân hàng thậm chí còn an toàn hơn so với quỹ tiền, và thường mang lại lợi nhuận cao hơn, là phương tiện trung gian tuyệt vời cho các nhà đầu tư có thể giữ lại tiền mặt trong quỹ ít nhất 6 tháng. Mặc dù kỳ phiếu thường được quảng bá rộng rãi với sự bảo hiểm của chính phủ (Mỹ) lên đến 100.000 đô-la/ 1 người mua, nhưng con số đó không bao gồm bất cứ khoản thu nào làm cho tổng số cao hơn 100.000 đô-la. Để được an toàn hơn, bạn sẽ không muốn đặt hơn 90.000 đô-la vào kỳ phiếu ngân hàng của bất cứ ngân hàng riêng lẻ nào.

Kỳ phiếu ngân hàng cũng có một số bất lợi. Không dễ chuyển thành tiền mặt. Thường bị phạt khi rút khoản tiền gửi sớm. Hơn nữa, lợi nhuận từ kỳ phiếu sẽ bị đánh thuế thu nhập của địa phương. Trái phiếu Bộ tài chính (trái phiếu ngắn hạn) được trình bày sau đây không bị tính thuế của địa phương.

Tỷ lệ lãi của kỳ phiếu ngân hàng khác nhau khá nhiều. Ngày nay, với nguồn thông tin dồi dào từ Internet, rất dễ để tìm khoản lợi nhuận hấp dẫn nhất.

Các ngân hàng Internet

Các nhà đầu tư thấy thoải mái với thế giới rộng lớn của Web có thể muốn tận dụng ưu điểm của hiện tượng mới: Các ngân hàng không có văn phòng. Đây là các thể chế tài chính trực tuyến giảm chi phí nhờ không có các chi nhánh cũng như nhân viên thu ngân bằng cách thực hiện kinh doanh dựa trên các công cụ điện tử. Do chi phí chung thấp, họ có tỷ lệ lãi suất cao hơn đáng kể so với tài khoản tiết kiệm thông thường và các quỹ thị trường vốn. Và, không như các quỹ thị trường vốn, các ngân hàng Internet là thành viên của the Federal Deposit Insurance Corporation (Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang) có thể đảm bảo an toàn cho số tiền của bạn. Bạn có thể tìm một ngân hàng Internet bằng cách nào? Vào Google để tìm kiếm và gõ “ngân hàng Internet”. Bạn sẽ thấy tên của rất nhiều ngân hàng bất ngờ khi tìm tỷ lệ trên trang www.bankrate.com để tìm được ngân hàng có tỷ lệ lãi cao nhất. Các ngân hàng Internet thường niêm yết tỷ lệ kỳ phiếu ngân hàng cao nhất trên thị trường.

Trái phiếu chính phủ

Đây là công cụ tài chính an toàn nhất cho bạn và thường được coi tương đương với tiền mặt. Chính phủ phát hành và đảm bảo trái phiếu chính phủ do có nhu cầu tài chính ngắn hạn, trái phiếu được đấu giá có các kỳ hạn 4 tuần, 3 tháng, 6 tháng, và 1 năm. Trái phiếu chính phủ có ưu đãi hơn hẳn quỹ thị trường vốn và kỳ phiếu ngân hàng do được miễn thuế thu nhập bang và địa phương. Ngoài ra, thu nhập từ trái phiếu chính phủ thường cao hơn so với các quỹ thị

trường vốn.

Quỹ thị trường vốn được miễn thuế

Nếu bạn thấy mình thật may mắn khi nằm trong nhóm chịu thuế cao nhất liên bang Mỹ, bạn sẽ thấy các quỹ thị trường vốn được miễn thuế là phương tiện tốt nhất để dự trữ tiền. Các quỹ này đầu tư vào nhiều danh mục chứng khoán ngắn hạn hạng cao của các bang và cơ quan của chính quyền địa phương, đồng thời tạo ra khoản thu nhập miễn thuế liên bang nếu như quỹ đó giới hạn việc đầu tư vào những chứng khoán do các cơ quan trong bang phát hành. Cũng giống như các quỹ thị trường vốn thông thường, các quỹ này cũng miễn kiểm tra số tiền 250 đô-la hoặc hơn. Lợi nhuận từ các quỹ này thấp hơn so với các quỹ chịu thuế. Tuy nhiên, những người thuộc nhóm phải chịu thuế cao nhất sẽ thấy thu nhập từ các quỹ này hấp dẫn hơn hẳn so với khoản thu bị đánh thuế từ các quỹ thị trường vốn thông thường. Hầu hết các tổ hợp quỹ đầu tư đều cung cấp quỹ miễn thuế nắm giữ chứng khoán bang bạn ở vì vậy mọi khoản thu đều được miễn thuế của bang và liên bang. Nếu bạn sống ở bang chịu thuế thu nhập cao, các quỹ này sẽ rất hấp dẫn nếu tính sau thuế.

Bài tập 4: Học cách vượt qua người thu thuế

Trên Internet có một câu chuyện cười như sau:

Môt đôi tình nhân ở tuổi 78 đến gặp bác sỹ chuyên khoa về tình dục. Bác sỹ hỏi: "Tôi có thể giúp gì hai bác ?" Người đàn ông nói, "Ông có thể nhìn chúng tôi làm chuyện ấy được không ?" Ông bác sỹ tỏ vẻ ngạc nhiên nhưng cũng đồng ý. Sau khi hai người kết thúc, ông bác sỹ nói, "Hai người không có vấn đề gì trong chuyện ấy cả", và thu phí của họ 50 đô-la. Cặp đôi đó hẹn một cuộc gặp khác và cứ mỗi tuần lại đến một lần, liên tục trong vài tuần. Họ làm chuyện ấy, và trả tiền cho ông bác sỹ rồi về. Cuối cùng, ông bác sỹ hỏi, "Vậy thực ra hai người muốn tìm hiểu chuyện gì?" Ông già trả lời, "Chúng tôi chẳng muốn tìm hiểu chuyện gì cả. Bà ấy đã có gia đình và chúng tôi không thể về nhà bà ấy. Tôi cũng có gia đình và chúng tôi không thể về nhà tôi. Đi khách sạn Holiday Inn tốn 93 đô-la, vào khách sạn Hilton thì mất 108 đô-la. Nhưng nếu đến đây thì chỉ mất có 50 đô-la và tôi sẽ nhận lại 43 đô-la từ chương trình chăm sóc sức khỏe người già."

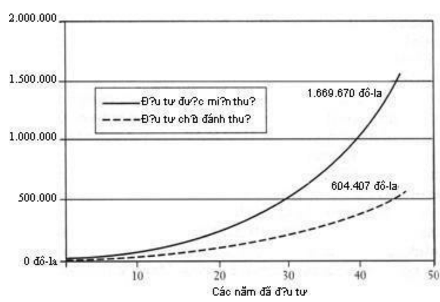
Khi kể lại câu chuyện này, tôi không có ý khuyên bạn cố gắng lừa dối chính phủ. Mà chỉ muốn gợi ý rằng bạn nên tận dụng mọi cơ hội để giảm thuế đánh vào khoản tiết kiệm và tăng cường miễn thuế đối với các khoản tiết kiệm và đầu tư của mình. Với hầu hết mọi người, không có lý do gì để đóng thuế cho khoản lãi bạn đầu tư nhằm đảm bảo tuổi già. Với hầu hết các nhà đầu tư, trừ những người quá giàu có, đều có thể tạo nên giá trị ròng ổn định nhằm đảm bảo rằng nước Mỹ sẽ không lấy được gì. Bài tập này sẽ chỉ bạn cách tránh được người thu thuế một cách hợp pháp.

Tài khoản hưu trí cá nhân

Hãy bắt đầu với dạng đơn giản nhất của kế hoạch nghỉ hưu – một Tài khoản hưu trí cá nhân (IRA). Năm 2007, bạn nhận 4.000 đô-la/một năm và đầu tư vào đâu đó, chẳng hạn như một quỹ đầu tư và, với những người có khoản thu nhập khiêm tốn, 4.000 đô-la này sẽ được hoàn toàn khấu trừ các khoản thuế. (Những người có thu nhập tương đối cao không được khấu trừ

thuế lần đầu, nhưng vẫn có thể được hưởng các ưu đãi về thuế dưới đây). Nếu bạn thuộc nhóm chịu thuế 28%, các khoản đóng góp làm bạn tiêu tốn 2.880 đô-la nhưng khoản giảm thuế giúp bạn tiết kiệm 1.120 đô-la. Bạn có thể coi như thể chính phủ trợ cấp tài khoản tiết kiệm cho bạn. Bây giờ giả sử khoản đầu tư mang lại cho bạn 8% lợi nhuận/năm, và bạn tiếp tục bỏ 4.000 đô-la mỗi năm vào tài khoản đầu tư trong suốt 45 năm. Không phải chi trả bất cứ loại thuế nào đánh vào thu nhập từ các quỹ tài khoản hưu trí cá nhân. Nhà đầu tư tiết kiệm thông qua tài sản hưu trí cá nhân cuối cùng sẽ nhận được khoảng 1,7 triệu đô-la, trong khi đó, với các khoản đóng góp tương tự nhưng không có lợi thế của IRA (khi tất cả các khoản thu bị đánh thuế 28% mỗi năm) sẽ chỉ mang lại hơn 600.000 đô-la. Thậm chí sau khi đóng thuế ở mức 28% lợi nhuận từ IRA (và khi nghỉ hưu bạn sẽ hưởng mức thuế thấp hơn), bạn vẫn còn lại hơn 1,2 triệu đô-la. Bảng sau đây sẽ chỉ ra ưu thế tuyệt vời của việc đầu tư thông qua một kế hoạch có lợi về thuế.

Biểu đồ 12.2: Lợi thế đầu tư thông qua IRA
Khoản đầu tư 4.000/năm được hoãn thuế & bị đánh thuế



Biểu đồ này so sánh giá trị cuối cùng của hai tài khoản giả định, một được miễn thuế và một bị đánh thuế, trong cả hai trường hợp nhà đầu tư đóng 4.000 đô-la/năm trong suốt 45 năm và thu lợi nhuận 8%/năm sau khi trừ chi phí.

IRA cũng được lập kế hoạch để tăng mức đóng góp theo thời gian. Vào năm 2008, giới hạn

đóng góp sẽ tăng lên 5.000 đô-la. Hơn nữa, với những người không tiết kiệm khi còn trẻ và những ai giờ mới bắt đầu kế hoạch hưu trí, thì giới hạn trên thậm chí còn được mở rộng hơn, như được trình bày trong bảng sau đây.

Bảng 12.1: Giới hạn đóng góp hàng năm vào IRA

Thuế năm	Dưới tuổi 50	Từ 50 tuổi trở lên
2007	4.000 đô-la	5.000 đô-la
Từ năm 2008 trở đi	5.000 đô-la	6.000 đô-la

Roth IRA

Vào cuối thập niên 1990, có thêm một dạng tài khoản hưu trí cá nhân có tên Roth IRA dành cho các nhà đầu tư có thu nhập dưới một số mức nhất định nào đó. IRA trước đây đưa ra "món mứt ngày hôm nay" dưới dạng khấu trừ thuế ngay lập tức (với điều kiện thu nhập của bạn thấp). Một khi đã nằm trong tài khoản, số tiền và lợi nhuận từ đó chỉ bị đánh thuế khi bạn rút tiền. Roth IRA mang lại "món mứt cho ngày mai" – Bạn không được giảm thuế ban đầu, nhưng khoản tiền rút ra (bao gồm cả lợi nhuận đầu tư) hoàn toàn được miễn thuế. Hơn thế nữa, bạn còn có thể chuyển IRA thông thường sang Roth IRA. Bạn sẽ phải trả thuế cho tất cả các khoản được chuyển đổi, nhưng sau đó cả thu nhập đầu tư tương lai và tiền rút ra từ tài khoản hưu trí đều được miễn thuế. Ngoài ra, Roth IRA không yêu cầu khoản đóng góp tối thiểu suốt đời, và bạn có thể tiếp tục đóng sau 75 tuổi. Do vậy, có thể tích lũy nhiều khoản miễn thuế đáng kể cho thế hệ sau.

Việc quyết định IRA nào hợp với bạn nhất và có thể chuyển hay không là một yêu cầu khó khăn. May mắn thay, ngành dịch vụ tài chính cung cấp phần mềm miễn phí giúp bạn phân tích xem việc chuyển đổi có thật sự tốt cho bạn không. Rất nhiều công ty và nhân viên môi giới quỹ đầu tư có các máy phân tích Roth dễ sử dụng. Nếu bạn sắp nghỉ hưu và mức đóng thuế bạn đang đóng có thể thấp hơn cả lúc nghỉ hưu, thì không nên chuyển đổi, nhất là khi việc chuyển đổi sẽ đặt bạn vào nhóm chịu thuế cao hơn. Mặt khác, nếu bạn còn lâu mới tới tuổi nghỉ hưu và đang ở nhóm chịu thuế thấp hơn, bạn rất nên tiếp tục với Roth IRA. Nếu thu nhập của bạn quá cao để được giảm thuế đối với IRA thông thường nhưng đủ để đáp ứng Roth, vậy thì rõ ràng Roth rất phù hợp với bạn, vì khoản đóng góp được thực hiện sau thuế trong mọi trường hợp, Nhưng rất nhiều người đang trong những năm đỉnh cao của lợi nhuận sẽ có thu nhập quá cao khiến Roth không thể chấp nhận.

Kế hoạch hưu trí

Có rất nhiều kế hoạch hưu trí được ông chủ của bạn đưa ra. Hơn nữa, những người làm việc độc lập cũng có thể lập các kế hoạch cho bản thân.

Kế hoạch hưu trí 401 (k) và 403(b). Kiểm tra xem liệu ông chủ của bạn có kế hoạch chia sẻ

lợi nhuận hưu trí chẳng hạn như 401 (k), thường có sẵn trong các công ty, hoặc 403 (b) trong các tổ chức giáo dục. Đây là công cụ hoàn hảo để tiết kiệm và đầu tư vì tiền sẽ được trích ra từ lương của bạn trước khi bạn nhìn thấy. Hơn nữa, rất nhiều ông chủ chi phần trăm cho phần đóng góp của nhân viên nhờ vậy mọi khoản tiết kiệm sẽ được nhân lên. Chẳng hạn như năm 2007, một cá nhân chi khoảng 15.000 đô-la/năm cho các kế hoạch này, và khoản đóng góp đó không bị tính thuế thu nhập. Đối với những người trên 50 tuổi cần chơi trò đuổi bắt, giới hạn đóng góp cho năm 2007 là 20.000 đô-la/năm.

Kế hoạch tự làm chủ. Với những người làm việc độc lập, Quốc hội đã đưa ra kế hoạch Keogh. Tất cả những người làm việc độc lập – từ các nhân viên kế toán cho tới nhân viên bán hàng tại nhà của Avon, từ thợ cắt tóc cho tới nhà môi giới bất động sản, từ bác sỹ cho tới chuyên gia trang trí nhà cửa – đều được phép lập một kế hoạch, mà theo đó họ có thể đóng 25% thu nhập lên đến 42.000 đô-la mỗi năm. Nếu làm thêm giờ sau công việc hàng ngày, bạn có thể lập một kế hoạch Keogh cho khoản thu nhập ngoài giờ này. Tiền đóng góp vào kế hoạch Keogh được khấu trừ thuế thu nhập, và lợi nhuận từ khoản này không bị đánh thuế cho đến khi rút ra. Kế hoạch này tự định hướng, nghĩa là quyền quyết định đầu tư bao nhiêu tùy thuộc vào chính bạn.

Hàng triệu người đóng thuế hiện đang bỏ lỡ những vụ đầu tư hiệu quả. Lời khuyên của tôi là hãy tiết kiệm càng nhiều càng tốt thông qua các công cụ tránh thuế. Tận dụng bất cứ khoản tiết kiệm nào khác dành cho các chi phí sinh hoạt hiện tại, nếu bạn phải làm, sau đó bạn có thể đóng góp tối đa khoản cho phép.

Tiết kiệm cho đại học: Dễ như 529

Tài khoản tiết kiệm cho đại học "529" giúp ông bà và cha mẹ tặng cho con cháu mình những món quà có thể được sử dụng sau khi vào đại học. Được đặt tên theo điều khoản của mã số thuế quy định tài khoản 529, món quà này có thể được đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu, và sẽ không phải chịu bất cứ khoản thuế thu nhập đầu tư nào miễn là khoản tiền rút ra được sử dụng cho mục đích giáo dục. Ngoài ra, vào năm 2006, các kế hoạch cho phép nhà tài trợ cá nhân được phép đóng 60.000 đô-la vào một kế hoạch 529 được miễn thuế quà tặng và không làm giảm tín dụng thuế thừa kế. Với một đôi vợ chồng, con số này sẽ gấp đôi, 120.000 đô-la. Nếu bạn có con hoặc cháu sắp vào đại học và có thể lập một kế hoạch 529, quyết định tạo một kế hoạch như vậy là rất sáng suốt.

Tuy nhiên bạn cần lưu ý là hầu hết các nhân viên bán hàng đều đẩy cao mức phí của kế hoạch này khiến lợi nhuận đầu tư bị thâm hụt. Hãy là một khách hàng sáng suốt và tìm những công ty có mức phí phải trả thấp. Mặc dù việc tránh được đánh thuế là nên làm, tuy nhiên đôi khi các kế hoạch 529 chi phí cao cuối cùng lại đánh lừa bạn. Hãy chú ý rằng các kế hoạch 529 này được phê duyệt tùy theo từng bang, và một số bang cho phép bạn khấu trừ thuế đánh vào lợi nhuận, ít nhất là một phần, nếu không phải là tất cả, của số tiền đóng. Do vậy, nếu sống ở bang New York (cho phép khấu trừ thuế tại mức 5.000 đô-la/cá nhân), bạn sẽ muốn lập kế hoạch ở New York. Nếu bang bạn đang sống không khấu trừ thuế, hãy chọn một kế hoạch từ một bang có chi phí thấp như Utah. Ngoài ra, nếu bạn không tiến hành kế hoạch 529 để chi cho mục đích giáo dục (bao gồm nâng cao tay nghề hoặc thậm chí là học sau khi nghỉ hưu), khoản tiền rút ra không những bị đánh thuế thu nhập mà còn phải chịu phạt 10%.

Hãy nhớ rằng các trường đại học sẽ xem xét tài sản 529 khi quyết định hỗ trợ tài chính cần

thiết. Do vậy, nếu bạn tin mình đủ tư cách hỗ trợ tài chính khi con học đại học, thì không nên đứng tên trên tài sản hoặc, tốt hơn hết nên đứng tên của ông bà. Hiển nhiên, trong trường hợp bạn không đủ tiêu chuẩn nhận hỗ trợ dựa trên nhu cầu cơ bản, bằng mọi cách hãy lập một kế hoạch 529 chi phí thấp.

Bài tập 5: Đảm bảo đầu tư phù hợp: Hiểu rõ mục tiêu đầu tư của bạn

Xác định rõ mục tiêu là một phần của quá trình đầu tư nhưng rất nhiều người lại bỏ qua và gặp phải những kết cục tai hại. Ngay từ đầu, phải xác định mức độ mạo hiểm bạn sẵn sàng chấp nhận và loại hình đầu tư nào phù hợp nhất với mức chịu thuế thu nhập của bạn. Các thị trường chứng khoán giống như một nhà hàng với thực đơn đa dạng thích hợp với nhiều khẩu vị và nhu cầu khác nhau. Không có món ăn nào làm tất cả mọi người vừa lòng và cũng không có khoản đầu tư nào thích hợp với mọi nhà đầu tư.

Tất cả chúng ta đều muốn nhanh chóng tăng gấp đôi số vốn. Nhưng mấy ai có thể chịu được khi thấy một nửa số vốn của mình biến mất nhanh như vậy? J.P. Morgan có một người bạn lo lắng về số cổ phiếu anh ta nắm giữ đến mức mất ngủ nhiều đêm. Người bạn hỏi: “Tôi nên làm gì với chỗ cổ phiếu này đây”? Morgan trả lời: “Bán ở điểm an giấc[33] đi”. Ông không hề đùa. Mọi nhà đầu tư phải đưa ra quyết định bán mà họ sẵn sàng thực hiện giữa việc ăn ngon và ngủ yên. Quyết định là ở bạn. Phần thưởng lớn trong việc đầu tư chỉ có thể đạt được bằng cái giá của việc chấp nhận rủi ro. Vậy điểm an giấc của bạn là gì? Tìm câu trả lời cho câu hỏi trên là một trong những bước đầu tư quan trọng phải làm.

Để giúp bạn tăng cường sự tỉnh táo khi đầu tư, tôi đã chuẩn bị một khung an toàn dựa trên mạo hiểm đầu tư và tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng trong những năm đầu thế kỷ XXI. Ở phần cuối có nhiều khoản đầu tư ngắn hạn như tài khoản ngân hàng và quỹ thị trường vốn. Nếu đây là điểm an giấc của bạn, bạn sẽ thích thú với thông tin về loại hình đầu tư này trong Bài tập 3.

Bảng 12.2: Phạm vi an giấc của các khoản đầu tư lớn

Tỷ lệ lợi nhuận	*Khoảng*

Điểm an giấc	*Loại tài sản*	*kỳ vọng vào năm 2006 trước thuế thu nhập (%)*	*thời gian đầu tư cần thiết để đạt mức lợi nhuận kỳ vọng.*	*Mức độ rủi ro*
Tình trạng lơ mơ	Tài khoản ngân hàng	1-3	Không yêu cầu thời gian đầu tư cụ thể. Nhiều tổ chức tiết kiệm tính lãi từ ngày gửi vào cho đến ngày rút ra.	Không chịu rủi ro bị mất mát. 100.000 đô-la tiền gửi được đảm bảo bởi một cơ quan của chính phủ liên bang. Tuy nhiên chắc chắn thua lỗ trong khi lạm phát cao.
Ngủ trưa dài và ngủ ngon về đêm	Tài khoản tiền gửi thị trường vốn	1-4	Không yêu cầu thời gian đầu tư cụ thể, chỉ giới hạn rút tiền 3 lần/ tháng.	Không có nguy cơ bị mất. Được đảm bảo như trên. Tỷ lệ khớp với lạm phát dự kiến và thay đổi theo thời gian.
	Quỹ thị trường vốn	3-5	Không yêu cầu thời gian đầu tư cụ thể. Hầu hết các quỹ ưu tiên rút tiền bằng séc.	Rất ít rủi ro vì hầu hết các quỹ đều đầu tư vào chứng khoán chính phủ và kỳ phiếu ngân hàng. Không thường xuyên được bảo đảm. Tỷ lệ thay đổi theo lạm phát dự kiến.

	Kỳ phiếu 6 tháng đặc biệt	3 ½ - 5	Phải gửi tiền trong đúng 6 tháng để có thể tận dụng lãi suất cao.	Rút sớm sẽ bị phạt. Tỷ lệ khớp với lạm phát dự kiến và sẽ thay đổi	
	Chứng khoán Bộ tài chính ngăn chặn lạm phát	2 ½ + tỷ lệ lạm phát	Thời gian đáo hạn chứng khoán là tối thiểu 5 năm hoặc dài hơn.	Giá có thể thay đổi nếu rút trước khi đáo hạn	
	Một hoặc hai giấc ngủ bất thường – có thể không dễ chịu	Trái phiếu doanh nghiệp hạng cao (ích lợi công cộng hàng đầu)	6	Khoản đầu tư được giữ cho đến khi đáo hạn (20-30 năm) để được đảm bảo tỷ lệ lãi suất thông báo hàng năm. (Trái phiếu cũng cần được bảo vệ để không bị cầm cố) Trái phiếu có thể bán vào bất cứ thời điểm nào, nhưng giá thị trường thay đổi tùy theo lãi suất.	Rất ít rủi ro nếu giữ đến khi đáo hạn. Lợi nhuận thực tế có khả năng dao động từ mức trung bình tới trọng yếu nếu trái phiếu bị bán trước khi đáo hạn. Tỷ lệ khớp với mức lạm phát dài hạn dự kiến. “Trái phiếu có rủi ro cực cao” hứa hẹn lợi nhuận cao hơn nhưng rủi ro cũng lớn hơn
Giấc ngủ ngon về đêm		Danh mục đầu tư đa dạng với các cổ phiếu blue – chip trong	7-8	Không yêu cầu thời gian đầu tư cụ thể và có thể bán cổ phiếu bất cứ thời điểm nào. Lợi nhuận kỳ vọng trung bình cho khoản đầu tư dài hạn chỉ có	Rủi ro từ mức trung bình tới trọng yếu. Trong bất cứ năm nào, lợi nhuận thực tế có thể bị âm. Danh mục đầu tư đa dạng có khi mất 25 % hoặc hơn giá trị thực tế.

	nước hoặc cổ phiếu thường ngoài nước		thể được xem là bản hướng dẫn phác thảo dựa trên tình hình hiện tại.	Trái ngược với một vài ý kiếm, hàng rào lạm phát tích cực có thể kéo dài.	
	Bất động sản	Tương đương với cổ phiếu thường	Giống như cổ phiếu thường nói chung nếu mua thông qua REITs.	Tương tự như trên nhưng các quỹ REITs là những nhà đầu tư đa dạng và là hàng rào lạm phát tích cực	
Trằn trọc và xoay người trước khi ngủ chập chờn và mơ trước khi dậy	Đôi khi gặp ác mộng trong thời gian dài, nghỉ ngơi tốt	Danh mục đầu tư đa dạng với các cổ phiếu khá mạo hiểm của các công ty tăng trưởng nhỏ hơn	8 - 9	Như trên. Lợi nhuận kỳ vọng trung bình khi đầu tư dài hạn chỉ có thể được xem là bản hướng dẫn phác thảo dựa trên tình hình hiện tại.	Rủi ro trọng yếu. Bất cứ năm nào cũng có thể âm. Danh mục đa dạng của các cổ phiếu rủi ro cao có lúc mất hơn 50% giá trị. Một hàng rào lạm phát tích cực
	Giấc mơ sống động và ác mộng bất thường	Danh mục cổ phiếu đa dạng với các cổ phiếu đang nổi trên thị trường	8 - 11	Dự định giữ ít nhất trong 10 năm, lợi nhuận kỳ vọng không thể xác định chính xác	Dao động lên hoặc xuống 50 – 75%/ năm phổ biến nhưng có lợi ích nhờ sự đa dạng
	Bệnh mất ngủ	Vàng	Không thể dự đoán	Có thể kiếm được lợi nhuận cao trong bất cứ mốt đầu cơ nào miễn là vẫn còn những kẻ ngốc	Rủi ro trọng yếu. Được coi là ràng rào lạm phát

Chứng khoán chính phủ ngăn chặn lạm phát xuất hiện tiếp trong phạm vi an giấc. Những trái phiếu này hứa hẹn mức đảm bảo thấp nhưng sẽ tăng lên hàng năm theo tỷ lệ tăng của chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Vì là trái phiếu dài hạn nên giá của chúng có thể dao động theo những thay đổi của lãi suất thực (tỷ lệ lãi suất thông báo giảm do tỷ lệ lạm phát). Nhưng nếu giữ đến khi đáo hạn, thì vẫn đảm bảo được sức mua. Trong Bài tập 7, tôi sẽ thảo luận về các ưu đãi của những trái phiếu này khi chiếm phần nhỏ trong danh mục đầu tư.

Trái phiếu công ty có phần mạo hiểm hơn, và một vài giấc mơ sẽ bắt đầu xâm nhập vào giấc ngủ của bạn nếu chọn loại hình đầu tư này. Năm 2006, thu nhập từ các trái phiếu hạng cao, dài hạn vào khoảng 6% nếu giữ đến khi đáo hạn. Nếu bạn bán trước đó, lợi nhuận sẽ phụ thuộc vào mức lãi suất vào thời điểm bán. Nếu lãi suất tăng, trái phiếu của bạn sẽ giảm tới mức giá khiến lợi tức chỉ có khả năng cạnh tranh với các trái phiếu mới thông báo tỷ lệ lãi suất cao hơn. Do vậy, có thể bị thua lỗ. Số vốn bị mất có thể đủ để xóa sạch toàn bộ lãi suất của năm – hoặc hơn nữa. Mặt khác, nếu lãi suất giảm, giá trái phiếu sẽ tăng, và bạn không chỉ nhận phần trăm lãi suất đầy hứa hẹn mà cả số vốn nữa. Thế nên, nếu bán trước khi đáo hạn, lợi nhuận thực tế có thể thay đổi đáng kể, vì vậy mà trái phiếu mạo hiểm hơn các công cụ ngắn hạn khác, không phải chịu rủi ro khi dao động lớn. Tóm lại, thời gian đáo hạn càng dài, càng nhiều rủi ro và lợi nhuận thu về càng lớn.[34] Bạn sẽ tìm được các thông tin hữu ích trong cách mua trái phiếu ở Bài tập 7.

Không ai có thể chắc chắn lợi nhuận của cổ phiếu thường sẽ ra sao. Nhưng thị trường chứng khoán, như Oskar Morgenstern từng quan sát, giống như một sòng bạc mà ưu đãi không thuộc về người chơi. Mặc dù giá cổ phiếu tụt xuống như từng xảy ra trong thảm họa tháng 10/1987 và lặp lại vào năm 2000, nhưng tổng lợi nhuận trong suốt thế kỷ 20 vẫn đạt 9%/ năm, bao gồm cả vốn và cổ tức. Tôi tin rằng một danh mục cổ phiếu thường trong nước như trên tạo nên một

quỹ đầu tư điển hình sẽ có lợi nhuận 7 – 8 %, phù hợp với tỷ lệ lợi nhuận trong thế kỷ XX. Lợi nhuận tương đương có thể thu được từ các công ty lớn trong thị trường các nước phát triển khác. Lợi nhuận thực hàng năm trong tương lai có thể sẽ trệch hướng khỏi mục tiêu này – trong những năm thất bát bạn có thể mất khoảng 25% hoặc hơn. Bạn có thể chịu được nhiều đêm mất ngủ trong những năm tồi tệ không?

Vậy còn những giấc mơ đầy màu sắc âm thanh thì sao? Bạn có thể muốn chọn một danh mục nào đó có phần mạo hiểm hơn (dễ thay đổi hơn), giống như các quỹ đầu tư định hướng tăng trưởng mạnh mẽ. Đó là các cổ phiếu thuộc các công ty non trẻ ở các ngành công nghệ mới, hứa hẹn mức tăng trưởng cao. Các công ty như vậy có thể hoạt động không ổn định và danh mục đầu tư những cổ phiếu loại này sẽ mất một nửa giá trị trong năm thị trường sụt giảm. Nhưng tỷ lệ lợi nhuận trung bình trong tương lai có thể lên đến 8 - 9 % vào thế kỷ XXI. Các danh mục của những cổ phiếu nhỏ hơn thường hoạt động hiệu quả hơn so với thị trường trung bình một lượng nhỏ. Nếu không bị khó ngủ khi thị trường xuống giá, và đủ khả năng giữ nguyên những khoản đầu tư của mình, thì danh mục cổ phiếu thường mạo hiểm sẽ thích hợp với bạn. Thậm chí các khoản lợi nhuận cao hơn và những thị trường lớn hơn, có thể xuất hiện trong danh mục cổ phiếu của nhiều thị trường mới nổi như Trung Quốc, Ấn Độ và Brazil có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong thế kỷ XXI.

Bất động sản thương mại đã từng là một khoản đầu tư bất khả thi với rất nhiều người. Tuy nhiên, lợi nhuận từ bất động sản rất lớn, tương tự như của cổ phiếu thường. Tôi sẽ lý giải tại sao những người có thể mua nhà cũng nên làm vậy trong Bài tập 6. Và chỉ ra rằng ngày nay đầu tư vào bất động sản thương mại dễ dàng hơn nhiều. Tôi tin rằng các quỹ tín thác đầu tư bất động sản (REITs) xứng đáng có một vị trí trong danh mục đầu tư đa dạng.

Tôi nhận thấy bảng đầu tư xem nhẹ vàng và loại các tác phẩm nghệ thuật, vốn rủi ro, quỹ đầu cơ, hàng hóa và khả năng đầu tư ngoài nước. Rất nhiều khoản đầu tư vào các yếu tố trên hoạt động tốt, và có thể đóng một vai trò hữu ích trong việc cân bằng danh mục đa dạng của các tài sản trên giấy. Do rủi ro lớn, và khả năng thay đổi khôn lường, nên không thể dự đoán lợi nhuận của chúng; Bài tập 8 sẽ xem xét chi tiết các yếu tố này.

Trong tất cả các khả năng, điểm an giấc của bạn sẽ bị ảnh hưởng lớn tùy thuộc vào khoản lỗ tác động đến khả năng sống sót tài chính của bạn. Vì vậy mà “bà góa bị ốm” trong các văn bản đầu tư thường được coi là không thể chịu đựng nhiều rủi ro. Bà góa chẳng còn nhiều thời gian, và cũng không có khả năng kiếm tiền ngoài danh mục đầu tư, thu nhập bà ta cần để bù vào khoản lỗ. Bất cứ khoản lỗ vốn và thu nhập nào cũng sẽ ảnh hưởng ngay lập tức đến chất lượng sống của bà ta. Ở đầu kia là “nữ doanh nhân trẻ gan dạ”. Cô ta có thời gian và khả năng thu nhập để duy trì chất lượng sống khi đối mặt với bất cứ tổn thất tài chính nào. Việc bạn đang ở giai đoạn nào trong “vòng đời” rất quan trọng và tôi đã dành riêng Chương 14 để xác định mức rủi ro phù hợp với bạn.

Thêm vào đó, yếu tố tâm lý cũng ảnh hưởng đến mức độ rủi ro bạn sẵn sàng đảm nhận. Một nhà tư vấn đầu tư khuyên bạn nên cân nhắc xem mình đã từng là (hoặc vẫn là) loại người chơi độc quyền nào. Bạn là một kẻ đầu cơ? Bạn từng xây dựng khách sạn ở Boardwalk và Park Place? Thật sự, những tay chơi khác hiếm khi lấn sân sang tài sản của bạn, nhưng khi họ làm vậy, bạn sẽ thắng toàn bộ sau một trận đột kích. Hay bạn thích một khoản thu nhập ổn định và

khiêm tốn hơn từ việc độc quyền cam ở St. James Place, Đại lộ Tennesse, và Đại lộ New York? Câu trả lời cho những câu hỏi trên sẽ giúp bạn hiểu rõ tâm lý đầu tư của mình. Bạn phải hiểu rõ bản thân trước khi chọn chứng khoán cụ thể để đầu tư. Có lẽ câu hỏi quan trọng nhất để tự vấn đó là: bạn cảm thấy như thế nào trong suốt giai đoạn thị trường chứng khoán sụt giảm. Nếu bạn phát ốm lên và thậm chí bán hết cổ phiếu thay vì giữ nguyên chương trình đầu tư đa dạng, thì bạn không phù hợp để đón nhận những khó khăn của cổ phiếu thường.

Bước quan trọng thứ hai: tính toán xem bao nhiêu lợi nhuận đầu tư phải nộp thuế và bạn muốn thu nhập hiện tại là bao nhiêu. Kiểm tra mẫu thuế thu nhập năm ngoái (1040) và thu nhập chịu thuế mà bạn đã báo cáo trong năm. Với những người thuộc nhóm chịu mức thuế cao (tỷ lệ thuế đánh cả vào đồng đô-la cuối cùng trong thu nhập) sẽ có ưu đãi lớn khi mua trái phiếu đô thị (được miễn thuế). Nếu thuộc nhóm này, và không có nhiều nhu cầu về thu nhập hiện tại, bạn sẽ thấy thích thú hơn với trái phiếu được miễn thuế và cổ phiếu có cổ tức thấp nhưng hứa hẹn lợi nhuận cao trong dài hạn (không phải đóng thuế cho đến khi khoản thu được được ghi nhận – có thể là không bao giờ, nếu như cổ phiếu thuộc phần để lại). Mặt khác, nếu bạn thuộc nhóm chịu thuế thấp và cần thu nhập hiện tại cao, bạn sẽ hài lòng với trái phiếu bị đánh thuế và cổ phiếu thường được trả cổ tức cao, vì như vậy bạn không phải trả phí giao dịch khi bán cổ phiếu định kỳ để đáp ứng nhu cầu thu nhập.

Hai bước trong Bài tập này – tìm hiểu mức độ rủi ro và xác định nhóm chịu thuế và nhu cầu thu nhập của bạn – có vẻ rất rõ ràng. Nhưng thật đáng ngạc nhiên là nhiều người đi chệch hướng vì không khớp được loại chứng khoán họ mua với mức độ chịu đựng rủi ro và cũng như nhu cầu về thuế và thu nhập. Các nhà đầu tư thường bối rối khi lựa chọn ưu tiên giống như trong câu chuyện về người phụ nữ trên một tờ báo London:

Đỏ mặt trong công viên

London, ngày 30/10

Một cặp tình nhân vụng trộm đang quan hệ với nhau giữa đêm khi mọi chuyện xảy ra.

Bị lèn chặt trong chiếc xe thể thao hai chỗ nhỏ, người đàn ông gần như khỏa thân đột nhiên bất động do bị trật đĩa đệm, theo như báo cáo y học của một bác sỹ.

Bị mắc kẹt bên dưới anh ta là một người phụ nữ đang tuyệt vọng cố gắng kêu cứu bằng cách lấy chân bấm vào còi ô tô. Một bác sỹ, một nhân viên cấp cứu, một nhân viên cứu hỏa và một nhóm người hiếu kỳ đã vây quanh chiếc xe của cặp đôi trong Công viên Regents.

Bác sỹ Brian Richards ở quận Kent nói: Người phụ nữ thấy mình bị kẹt dưới một người đàn ông bất động, đau đớn và nặng gần một tạ.

"Để giải cứu cặp đôi này, người lính cứu hỏa phải cắt khung ô tô", ông giải thích thêm.

Cô gái điên cuồng, chạy ra khỏi xe với cái áo khoác, gào lên: "Tôi sẽ giải thích thế nào với chồng tôi về chuyện xảy ra với chiếc xe của anh ấy đây ?"

Reuters.

Các nhà đầu tư thường bị giằng xé bởi sự chồng chéo của các ưu tiên. Bạn không thể tìm kiếm

sự an toàn tiền vốn và sau đó lại lao vào đầu tư các cổ phiếu thường mạo hiểm nhất. Bạn không thể bảo vệ thu nhập tránh khỏi tỷ lệ suất thuế biên cao và sau đó thu lợi nhuận 6% từ trái phiếu doanh nghiệp bị đánh thuế, dù chúng có hấp dẫn thế nào đi nữa. Tuy nhiên, trong ghi chép của cố vấn đầu tư thì chứa đầy những câu chuyện về các nhà đầu tư có sở hữu chứng khoán không phù hợp với mục đích đầu tư của họ.

Bài tập 6: Bắt đầu hành trình tại chính ngôi nhà của bạn – Thuê nhà sẽ khiến cơ bắp đầu tư trở nên yếu ớt.

Bạn nhớ nhân vật Scarlett O'Hara trong cuốn tiểu thuyết kinh điển *Cuốn theo chiều gió* chứ? Cô ấy đã khánh kiệt khi cuộc nội chiến kết thúc, nhưng vẫn có trang trại Tara yêu dấu. Một ngôi nhà tốt sẽ giữ giá trị của nó dù có chuyện gì xảy ra với tiền bạc. Miễn là dân số thế giới tiếp tục tăng lên, nhu cầu bất động sản sẽ luôn là rào chắn đáng tin cậy chống lại lạm phát.

Mặc dù rất khó tính toán, nhưng lợi nhuận dài hạn từ bất động sản nhà ở thường lớn. Tuy nhiên, thị trường bất động sản không hiệu quả bằng thị trường chứng khoán. Có hàng trăm nhà đầu tư sáng suốt nghiên cứu giá trị của mọi cổ phiếu thường. Có lẽ chỉ một số ít khách hàng tiềm năng xác định được giá trị của bất động sản cụ thể. Do vậy, phần tài sản cá nhân không phải luôn được định giá đúng. Cuối cùng, lợi nhuận bất động sản có vẻ cao hơn lợi nhuận chứng khoán trong suốt giai đoạn lạm phát tăng, nhưng lại ít hơn khi không có lạm phát. Nói chung, bất động sản tỏ ra là một khoản đầu tư tốt mang lại lợi nhuận cao với khả năng chống lạm phát tuyệt vời.

Với hầu hết mọi người, khoản đầu tư bất động sản về mặt bản chất là nhà riêng cho gia đình hoặc nhà chung cư. Bạn phải có chỗ để sinh sống, và mua nhà sẽ mang lại một số ưu thế về thuế so với việc đi thuê. Bởi vì quốc hội khuyến khích người dân sở hữu nhà và giá trị kèm theo, nên chủ sở hữu nhà có 2 ưu đãi về thuế: (1) Mặc dù thuê nhà không được trừ đi thuế thu nhập, hai chi phí chính kèm theo sở hữu nhà – lãi suất phải trả cho khoản thế chấp và thuế tài sản – lại được giảm; (2) lợi nhuận thu được từ giá trị ngôi nhà được miễn thuế. Thêm vào đó, sở hữu nhà là một cách tốt để buộc bản thân phải tiết kiệm, và ngôi nhà sẽ mang lại cho bạn cảm giác hài lòng. Lời khuyên của tôi là: Sở hữu ngôi nhà của chính bạn nếu có thể.

Bạn có thể sẽ muốn cân nhắc việc sở hữu bất động sản thương mại thông qua các quỹ tín thác đầu tư bất động sản (REITs). Các tài sản, từ căn hộ đến cao ốc văn phòng và trung tâm mua sắm đều được ghi trong danh mục REITs và được quản lý bởi những nhà điều hành bất động sản chuyên nghiệp. Bản thân REITs cũng giống như các cổ phiếu thường và được giao dịch trên sàn giao dịch chứng khoán lớn. Điều này mang lại một cơ hội tuyệt vời cho những cá nhân muốn bổ sung bất động sản vào danh mục đầu tư của họ.

Nếu bạn muốn chuyển danh mục của mình thành bất động sản, tôi thực lòng khuyên bạn đầu tư một phần vào REITs. Có rất nhiều lý do để REITs có mặt trong chương trình đầu tư của bạn. Thứ nhất, việc sở hữu bất động sản mang lại tỷ lệ lợi nhuận tương đương với cổ phiếu thường trong 30 năm qua. Tương tự, bất động sản là phương tiện tuyệt vời có những ưu điểm về sự đa dạng đã được mô tả trong chương 8. Bởi vì, lợi nhuận từ bất động sản có mối liên hệ nhỏ với các tài sản khác nên nếu bất động sản chiếm một phần nhỏ trong danh mục thì có thể giảm tổng mức rủi ro của chương trình đầu tư. Hơn nữa, nói chung, bất động sản có thể là công cụ

đáng tin cậy hơn để chống lại lạm phát so với cổ phiếu thường.

Không may mắn là, công việc sàng lọc hàng trăm REITs nổi bật rất khó khăn. Hơn nữa, mỗi cổ phần REIT không thể mang lại sự đa dạng cần thiết cho các loại tài sản và khu vực. Các cá nhân có thể sẽ thất bại vì mua sai REIT. Tuy nhiên, hiện nay, một nhóm quỹ đầu tư bất động sản đang tăng nhanh chóng và sẵn sàng làm công việc đó cho các nhà đầu tư. Các quỹ xem xét những chào hàng sẵn có và đặt cùng với danh mục đa dạng của REIT, đảm bảo thể hiện được nhiều loại tài sản và khu vực. Hơn nữa, các nhà đầu tư có thể thanh lý phần nắm giữ của họ trong quỹ bất cứ khi nào. Cũng có những quỹ chỉ số REIT chi phí thấp và tôi tin rằng các quỹ này sẽ tiếp tục mang lại lợi nhuận ròng cao nhất cho nhà đầu tư.

Trước khi chấm dứt vấn đề bất động sản, tôi đặc biệt cảnh báo về chuyên gia tư vấn bất động sản trên truyền hình cáp lúc đêm khuya, luôn hứa hẹn mang đến sự giàu có vô hạn khi mua bất động sản mà “không mất gì”. Đừng mua sách và hướng dẫn của họ, và bằng mọi cách tránh các kế hoạch làm giàu nhanh chóng có thể khiến bạn phá sản. Người phụ trách chuyên mục tài chính xuất sắc Jane Bryant Quinn đã nghiên cứu ví dụ trong các cuốn sách hướng dẫn của họ và đi đến kết luận sau:

Tôi thấy chúng thiếu định hướng, kỳ quặc, sai lầm, và trong một số trường hợp, hoàn toàn phi pháp. Những giấc mơ họ bán – rằng bạn có thể mua tài sản mang lại lợi nhuận mà không cần tín dụng, nghề nghiệp, kinh nghiệm, kể cả khi sự phá sản ở ngay sau lưng – không thể vượt qua vòng kiểm tra BS đầu tiên của bất cứ ai. Các chuyên gia mua được những chiếc xe Roll-Royces và kim cương không phải bằng tiền từ bất động sản mà chính bằng tiền của bạn.

Bài tập 7: Khám phá một bước đi dạo qua trái phiếu

Hãy đối diện với điều này, từ chiến tranh thế giới thứ 2 đến tận đầu thập niên 1980, trái phiếu là khoản đầu tư tồi. Lạm phát xóa sạch giá trị thực với tốc độ nhanh chóng. Chẳng hạn, những người mua trái phiếu tiết kiệm với giá 18,75 đô-la đầu thập niên 1970 và 5 năm sau bán với giá 25 đô-la, và các nhà đầu tư này thiếu tinh thần do đã mất đi sức mua thực tế. Vấn đề là, mặc dù 18,75 đô-la được đầu tư vào một trái phiếu cách đó 5 năm có thể giúp họ đổ xăng hai lần, nhưng 25 đô-la rút ra khi đáo hạn lại không đủ để đổ xăng một lần. Rõ ràng, lợi nhuận thực tế của nhà đầu tư là âm, vì lạm phát đã phá hủy sức mua nhanh hơn lãi suất thu về. Tôi ngạc nhiên đôi chút vì rất nhiều nhà đầu tư coi trái phiếu là một từ không nên nhắc đến.

Trái phiếu là khoản đầu tư kém cho đến đầu thập niên 1980 vì lãi suất của chúng không đủ để chống đỡ lạm phát. Nhưng hãy ghi nhớ Phần II. Thị trường hoạt động hiệu quả một cách hợp lý và giờ đây nhà đầu tư sẽ từ chối mua trái phiếu trừ khi lợi nhuận đủ để bù cho sức mua bị giảm của đồng đô-la. Trong thập niên đầu tiên của thế kỷ XXI, các trái phiếu hạng cao dài hạn đem lại lãi suất 6% trên thị trường mở. Khoản thu này đủ sức chống lại tỷ lệ lạm phát dài hạn ở mức 2% (Tỷ lệ lạm phát thực tế của những năm đầu thế kỷ XXI) và mang lại tỷ lệ lợi nhuận thực tế cao hơn mức lạm phát 4%. Tất nhiên, trong dài hạn, tỷ lệ lạm phát có thể cao hơn mức 2%, nhưng 4% lợi nhuận hứa hẹn giúp đảm bảo một biên độ an toàn. Tôi sẽ lý giải điều này ở chương tiếp theo.

Theo quan điểm của tôi, có bốn loại trái phiếu mà bạn nên đặc biệt xem xét: (1) Trái phiếu không trả lãi (cho phép bạn nhận được thu nhập cao trong khoảng thời gian định trước); (2)

chứng khoán không trừ phí hoa hồng (cho phép bạn mua cổ phần trong danh mục trái phiếu); (3) trái phiếu miễn thuế và quỹ trái phiếu (cho những người thuộc nhóm đóng thuế cao); và (4) Chứng khoán chống lạm phát của chính phủ Hoa Kỳ (TIPS)

Trái phiếu không trả lãi có thể tạo ra lợi nhuận cao trong tương lai

Giả sử người ta nói rằng bạn có thể đầu tư 10.000 đô-la, và chính phủ bảo đảm bạn sẽ nhận được gấp đôi trong vòng 12 năm. Có thể thực hiện điều này nhờ sử dụng trái phiếu không trả lãi.

Chứng khoán loại này được gọi là không có lãi suất vì người sở hữu không nhận được lãi suất chi trả định kỳ, như với trái phiếu trả lãi suất thông thường. Thay vào đó, chúng được mua với mức giá thấp hơn nhiều so với giá trị danh nghĩa sẽ tăng đều đặn qua từng năm. Nếu giữ đến khi đáo hạn, người nắm giữ sẽ nhận được đầy đủ giá trị của trái phiếu. Chứng khoán loại này có nhiều khoảng thời gian đáo hạn, từ vài tháng cho tới hơn 20 năm. Đây là công cụ tuyệt vời để tiết kiệm tiền cho những khoản chi cần thiết vào một ngày xác định trong tương lai.

Sự hấp dẫn chủ yếu của trái phiếu không trả lãi đó là người mua không phải đối mặt với bất cứ rủi ro tái đầu tư nào. Trái phiếu không trả lãi đảm bảo với nhà đầu tư rằng tiền của họ sẽ liên tục được tái đầu tư với tỷ lệ lợi tức khi đáo hạn.

Có hai cảnh báo. Thông thường, người môi giới sẽ tính phí môi giới khá cao đối với các nhà đầu tư nhỏ khi mua các trái phiếu không trả lãi với mệnh giá thấp. Như tôi sẽ trình bày trong Bài tập 9 sau đây, tỷ lệ phí hoa hồng không ngẫu nhiên, và nếu chịu khó so sánh bạn sẽ tăng được lợi nhuận ròng của mình. Thêm vào đó, bạn nên biết rằng việc mua lại ở giá danh nghĩa chỉ được đảm bảo nếu bạn giữ trái phiếu đến khi đáo hạn, trong khi chờ đợi, giá có thể dao động nhiều tùy thuộc vào sự thay đổi của lãi suất.

Chứng khoán không trừ phí hoa hồng là phương tiện thích hợp cho các nhà đầu tư cá nhân.

Các quỹ (đầu tư) trái phiếu ngỏ cũng mang lại một số ưu đãi lâu dài của trái phiếu không trả lãi nhưng dễ mua bán và ít chi phí hơn khi mua hoặc bán. Mặc dù không có gì đảm bảo rằng bạn có thể tái đầu tư với lãi suất không đổi, nhưng các quỹ này mang lại sự ổn định lâu dài trong thu nhập và thật sự thích hợp với các nhà đầu tư dự định sử dụng hết nguồn thu từ lãi suất.

Bởi vì thị trường trái phiếu ít nhất cũng hiệu quả như thị trường cổ phiếu, tôi vẫn đề xuất với bạn các quỹ chỉ số trái phiếu chi phí thấp. Các quỹ chỉ số trái phiếu chỉ mua hoặc bán số lượng lớn các trái phiếu, thường hoạt động tích cực tốt hơn các quỹ trái phiếu được quản lý. Bạn không nên mua một quỹ có tính phí. Không có lý gì phải trả cho thứ mà bạn có thể được miễn phí.

Trái phiếu miễn thuế rất hữu ích với những nhà đầu tư chịu mức thuế cao

Nếu bạn thuộc nhóm chịu mức thuế cao, các quỹ tiền bị đánh thuế, các quỹ trái phiếu chịu thuế và trái phiếu không trả lãi chỉ phù hợp với kế hoạch nghỉ hưu của bạn. Nếu không, bạn cần các trái phiếu miễn thuế do chính quyền địa phương và bang phát hành, hoặc các cơ quan cầm

quyền, chẳng hạn như, nhà chức trách quản lý cảng hoặc đường thu lệ phí. Lãi suất từ các trái phiếu loại này không bị coi là thu nhập chịu thuế liên bang, và trái phiếu thuộc bang bạn sống thường được miễn mọi khoản thuế thu nhập của bang.

Trong suốt năm 2006, các trái phiếu doanh nghiệp hạng cao dài hạn thường mang lại lợi nhuận 6%, và các trái phiếu miễn thuế có lợi nhuận 4,25%. Giả sử bạn thuộc nhóm đóng thuế (ở mức thu nhập cuối cùng cũng phải chịu thuế chứ không phải tỷ lệ trung bình) khoảng 36%, bao gồm cả thuế của bang và liên bang. Bảng dưới đây chỉ ra rằng thu nhập sau thuế cao hơn 66 đô-la nhờ vào chứng khoán miễn thuế, rõ ràng đây là khoản đầu tư tốt hơn cho những người chịu mức thuế cao như bạn. Thậm chí nếu bạn thuộc nhóm hưởng mức thuế thấp, các trái phiếu được miễn thuế vẫn chi trả, phụ thuộc vào lợi nhuận chính xác trên thị trường khi bạn mua vào.

Nếu mua trái phiếu trực tiếp (thay vì mua gián tiếp thông qua quỹ đầu tư), tôi khuyên bạn nên mua các trái phiếu mới phát hành thay vì các chứng khoán hiện đang nổi bật. Thu nhập từ trái phiếu mới phát hành thường cao hơn một chút so với thu nhập từ các trái phiếu nổi bật theo mùa, và tránh được chi phí giao dịch các trái phiếu mới. Tôi cũng nghĩ bạn nên duy trì mức độ rủi ro trong khoảng hợp lý bằng cách theo đuổi các trái phiếu đã được định giá bởi dịch vụ xếp hạng Moody's hay Standard and Poor. Với những người mắc chứng mất ngủ ban đêm, hãy cân nhắc các trái phiếu miễn thuế được đảm bảo mà không có các công-xoóc-xium ngân hàng, công ty bảo hiểm và hãng chứng khoán. Thu nhập của chúng chỉ thấp hơn một chút và thường xếp hạng AAA. Đồng thời, bạn cũng nên cân nhắc trái phiếu ATM. Các trái phiếu này thường chịu thuế (thu nhập) tối thiểu thay thế, do vậy, không thu hút các cá nhân đã bảo vệ một phần đáng kể thu nhập của họ trước thuế. Nhưng nếu không chịu thuế tối thiểu thay thế, bạn có thể nhận thêm một số lợi nhuận nhờ giữ các trái phiếu ATM.

Bảng 12.3: Trái phiếu miễn thuế & trái phiếu chịu thuế (mệnh giá 10.000 đô-la)

Loại trái phiếu	*Lãi suất được trả (đô-la)*	*Thuế có thể áp dụng(tỷ lệ 36%) (đô-la)*	*Thu nhập sau thuế (đô-la)*
Miễn thuế 4,25%	450	0	450
Chịu thuế 6%	600	216	384

Có một điểm bất cập của trái phiếu: "Tôi thắng, anh thua". Nếu lãi suất tăng, giá trái phiếu sẽ giảm. Nhưng nếu lãi suất giảm, người phát hành có thể lấy lại các trái phiếu của bạn (trả sớm các khoản nợ) và sau đó phát hành trái phiếu mới ở mức thấp hơn. Để tự bảo vệ, hãy chắc chắn rằng các trái phiếu dài hạn của bạn có điều khoản quy định thời gian đáo hạn là mười năm để người phát hành không thể lấy lại sớm và phát hành trái phiếu mới.

Nếu bạn đã có các quỹ chắc chắn để đầu tư miễn thuế (25.000 đô-la hoặc hơn), tôi thấy rất ít lý do để bạn mua các trái phiếu miễn thuế thông qua quỹ hay phải trả các phí quản lý. Nếu bạn

mua các trái phiếu được đảm bảo, bạn hầu như không cần phải đa dạng hóa và sẽ kiếm được nhiều lợi nhuận. Nếu bạn chỉ có vài nghìn đô-la để đầu tư, bạn sẽ thấy rất tốn kém khi mua và bán các lô trái phiếu nhỏ, và một quỹ sẽ mang lại khả năng thanh toán thuận tiện và sự đa dạng.

TIPS: Trái phiếu chỉ số lạm phát

Chúng ta biết rằng lạm phát không thể dự đoán sẽ gây tác hại cho người giữ trái phiếu. Lạm phát thường nâng lãi suất, và khi hai yếu tố này tăng, giá trái phiếu sẽ giảm. Ngoài ra, vẫn còn những tin xấu khác: Lạm phát cũng sẽ làm giảm giá trị thực của lãi suất trái phiếu và việc chi trả vốn. Nhưng đã có một tấm khiên bảo vệ nhà đầu tư dưới dạng Trái phiếu chỉ số lạm phát (TIPS). Những cổ phiếu này sẽ chống lại sự ăn mòn của lạm phát nếu được giữ đến khi đáo hạn và đảm bảo danh mục của nhà đầu tư duy trì được sức mua. Trái phiếu trả lãi suất cơ bản vào khoảng 1,5%. Nhưng ngược với Bộ tài chính lạc hậu, việc chi trả lãi suất dựa trên khoản vốn tăng cùng với chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Nếu như mức giá sẽ tăng 3% vào năm tới, mệnh giá 1.000 đô-la của trái phiếu sẽ tăng lên 1.030 đô-la, đồng thời việc chi trả lãi suất nửa năm/lần cũng sẽ tăng. Khi TIPS đáo hạn, nhà đầu tư nhận được số vốn tương đương với giá trị danh nghĩa được điều chỉnh theo lạm phát vào lúc đó. Do vậy, TIPS mang lại tỷ lệ lợi nhuận thực tế được đảm bảo và bảo toàn sức mua thực.

Không có một công cụ tài chính nào hiện có ngày nay mang lại cho nhà đầu tư một rào chắn lạm phát an toàn. TIPS là các danh mục đầu tư đa dạng. Khi lạm phát tăng, TIPS cung cấp lợi nhuận danh nghĩa cao hơn, trong khi giá cổ phiếu và trái phiếu có thể giảm. Do vậy, TIPS ít có mối tương quan với các danh mục tài sản khác, chúng là nguồn đầu tư đa dạng hiệu quả duy nhất, và mang lại chính sách bảo hiểm hiệu quả cho nhóm các nhà đầu tư tay trắng.

TIPS cũng có một bất lợi về thuế, và điểm này hạn chế sự hữu ích của nó. Thuế đánh vào lợi nhuận từ TIPS phụ thuộc vào việc trả lãi và số vốn tăng phản ánh lạm phát. Vấn đề là Bộ tài chính không trả khoản vốn tăng cho đến khi đáo hạn. Nếu lạm phát đủ cao, số lãi nhỏ sẽ không đủ để đóng thuế và sự mất cân đối sẽ tồi tệ hơn khi tỷ lệ lạm phát cao hơn. Do vậy, TIPS không hề lý tưởng cho những nhà đầu tư bị đánh thuế và chỉ hữu dụng nhất với các kế hoạch nghỉ hưu được ưu đãi thuế.

Bạn có nên say mê thị trường trái phiếu không?

Liệu thị trường trái phiếu có miễn dịch với câu châm ngôn cho rằng rủi ro liên quan tới phần thưởng trong đầu tư ? Không phải vậy! Trong hầu hết các giai đoạn, những trái phiếu “bấp bênh”, (có chất lượng tín dụng thấp và thu nhập cao) đã mang lại cho các nhà đầu tư tỷ lệ lợi nhuận ròng với 2 phần trăm điểm, cao hơn tỷ lệ của trái phiếu “an toàn” có tỷ lệ tín dụng chất lượng cao. Trong những năm đầu thế kỷ XXI, trái phiếu “an toàn” mang lại 6%, trong khi trái phiếu bấp bênh mang lại 8%. Do vậy, thậm chí nếu 2% trái phiếu bấp bênh hơn không trả được lãi suất và vốn, đồng thời gây tổn thất, thì danh mục đa dạng các trái phiếu hạng thấp vẫn sẽ tạo ra lợi nhuận ròng lớn hơn so với các danh mục trái phiếu hạng cao. Vì vậy, rất nhiều nhà tư vấn coi các danh mục được đa dạng hóa với những trái phiếu có lợi nhuận cao là một khoản đầu tư nhạy cảm.

Tuy nhiên, vẫn có những trường phái khuyên các nhà đầu tư “hãy nói không” với trái phiếu

bấp bênh. Hầu hết các trái phiếu bấp bênh được phát hành từ giữa thập niên 1980 là kết quả từ làn sóng mạnh mẽ của việc sáp nhập doanh nghiệp, thôn tính và mua lại. Những người chỉ trích trái phiếu bấp bênh cho rằng trái phiếu tín dụng thấp hơn chỉ hoạt động hiệu quả hoàn toàn khi nền kinh tế đang trong giai đoạn thuận lợi. Nhưng hãy đề phòng nếu nền kinh tế sụp đổ.

Vậy các nhà đầu tư hay suy nghĩ phải làm gì? Không có giải pháp nào là dễ dàng cả. Một lần nữa, câu trả lời phụ thuộc vào việc bạn ngủ ngon như thế nào khi rủi ro đầu tư lớn. Rõ ràng, các danh mục trái phiếu bấp bênh với lợi nhuận cao không dành cho những người mắc chứng mất ngủ. Kể cả khi có sự đa dạng, vẫn tồn tại những rủi ro chắc chắn trong đầu tư. Ngoài ra, chúng không dành cho các nhà đầu tư chỉ phụ thuộc vào khoản chi trả từ trái phiếu có lợi nhuận cao, và coi đó như nguồn thu nhập chính. Chắc chắn, cũng không dành cho các nhà đầu tư không đa dạng tài sản của mình một cách thích hợp. Tuy nhiên, ít nhất về mặt lịch sử, tổng thu nhập từ trái phiếu bấp bênh đủ sức bù cho những lần không thể chi trả.

Bài tập 8: Nhón chân qua Vàng, các bộ sưu tập và khoản đầu tư khác.

Trong mỗi ấn bản trước của cuốn sách này, tôi đã xếp vàng vào các vị trí khác nhau trong một danh mục đầu tư đa dạng. Đầu thập niên 1980, khi vàng tăng giá hơn 800 đô-la/ounce, tôi đã có quan điểm tiêu cực về vàng. Hai mươi năm sau, đầu thiên niên kỷ mới, vàng được bán với 200 đô-la, tôi đã suy nghĩ tích cực hơn. Hiện tại, khi vàng được bán với mức giá cao nhất từ trước đến nay, tôi thấy rất khó để nhiệt tình. Nhưng vẫn có thể dành cho vàng vị trí khiêm tốn nhất trong danh mục của bạn. Lợi nhuận từ vàng thường ít liên quan tới các tài sản trên giấy tờ. Do vậy, thậm chí việc giữ một tỷ lệ khiêm tốn nhất (giả sử 5%) trong danh mục có thể giúp nhà đầu tư giảm đi sự biến thiên trong tổng danh mục. Và nếu lạm phát trở lại, vàng sẽ có thể tạo ra mức lợi nhuận chấp nhận được. Việc nắm giữ một ít vàng có thể dễ dàng thực hiện bằng cách mua cổ phiếu của quỹ chuyên đầu tư tập trung vào vàng.

Những thay đổi bất thường trong giá vàng nhắc tôi nhớ đến câu chuyện về người lái buôn Trung Quốc rất thành công trong việc buôn bán cá mòi. Công việc của ông ta thành công đến mức ông ta thuê một sinh viên thông minh mới tốt nghiệp đại học làm trợ lý. Một ngày, vì muốn làm hài lòng bố mẹ vợ trong bữa tối, chàng thanh niên quyết định lấy hai hộp cá mòi làm món khai vị. Khi mở hộp đầu tiên, anh ta rất thất vọng khi thấy trong hộp đầy những cát. Anh ta liền mở hộp thứ hai, và vẫn vậy, hộp đầy cát. Ngày hôm sau, anh ta báo với người thương gia Trung Quốc và, ông thương gia mưu mẹo chỉ đơn giản mỉm cười: “À, những cái hộp đó để bán chứ không phải để ăn.”

Về khía cạnh nào đó, câu chuyện này rất giống với những gì diễn ra khi mua bán vàng. Thực tế, tất cả những lần mua bán vàng là nhằm mục đích tích trữ hoặc đầu cơ để sau đó bán được với giá cao hơn. Hầu hết số vàng không được đưa vào sử dụng. Với loại thị trường này, không ai có thể nói trước giá vàng sẽ ra sao. Sự thận trọng khuyên bạn rằng vàng chỉ đóng một vai trò giới hạn như công cụ để danh mục đầu tư đa dạng hơn.

Vậy còn các bộ sưu tập thì sao? Kim cương chẳng hạn, thường được miêu tả là người bạn tốt nhất của con người. Nhưng lại rất mạo hiểm và bất lợi cho các nhà đầu tư cá nhân. Hãy nhớ

rằng mua kim cương tốn rất nhiều chi phí, đồng thời cũng rất khó để đánh giá chất lượng, và tôi có thể đảm bảo rằng số lượng cuộc gọi để bán kim cương sẽ nhiều hơn hẳn các cuộc gọi để mua.

Một chiến lược phổ biến hiện nay là đầu tư vào các bộ sưu tập. Hàng nghìn thương nhân chào mời đủ thứ từ tranh của Renoir cho tới thảm, đèn của Tiffany cho tới những con tem hiếm, nghệ thuật Deco cho tới những túi chống say trên máy bay. Và eBay đã khiến việc mua và bán các bộ sưu tập thêm hiệu quả. Tôi nghĩ không có gì sai trái khi mua những món đồ bạn thích, nhưng tôi khuyên bạn nên mua những thứ bạn thích chứ không phải vì bạn cho rằng chúng sẽ có giá trị. Đừng quên rằng đồ giả và hàng nhái rất sẵn. Một danh mục bộ sưu tập cũng thường có phí bảo hiểm cao và phí bảo dưỡng thường xuyên. Để kiếm tiền từ bộ sưu tập, bạn cần có tính sáng tạo và thị hiếu tốt. Theo quan điểm của tôi, hầu hết những người nghĩ rằng họ đang thu được lợi nhuận thì thực ra lại mang về toàn rắc rối.



"Tôi đổ tiền vào đủ mọi thứ trên đời"

Ngày nay, có một công cụ phổ biến khác là hợp đồng hàng hóa kỳ hạn. Bạn có thể mua được không chỉ vàng mà cả các hợp đồng phân phát hàng loạt mặt hàng, từ lúa mì cho tới ngoại tệ. Đây là một thị trường nhanh, nơi các chuyên gia có thể thu được rất nhiều khoản lợi, nhưng các cá nhân không hiểu rõ những gì mình làm có thể dễ dàng thất bại hoàn toàn. Lời khuyên của tôi dành cho các nhà đầu tư không chuyên là: Đừng chống lại xu hướng. Tôi cũng sẽ tránh xa các quỹ đầu cơ, kiếm ra rất nhiều tiền cho các nhà quản lý quỹ đầu cơ, hưởng phí quản lý rất lớn và 20% lợi nhuận, nhưng chẳng đem lại mấy lợi ích cho các nhà đầu tư cá nhân.

Bài tập 9: Nhớ rằng phí hoa hồng không ngẫu nhiên; một số khoản phí thấp hơn so với số còn lại

Hiện nay, có nhiều nhân viên môi giới sẽ thực hiện lệnh của bạn với phí hoa hồng thấp hơn 90% so với mức phí tiêu chuẩn của các nhà môi giới hàng đầu. Các nhân viên đưa ra mức phí thấp thường cung cấp rất ít dịch vụ. Nếu bạn muốn được hỗ trợ hay muốn có thêm ý kiến về các cổ phiếu riêng lẻ, về danh mục chung, các gợi ý đầu tư, thì những nhân viên môi giới này không phù hợp với bạn. Tuy nhiên, nếu bạn biết chính xác mình muốn mua gì, các nhân viên môi giới này sẽ thực hiện cho bạn với mức phí thấp hơn so với các nhà môi giới cung cấp đầy đủ dịch vụ tiêu chuẩn.

Nếu sẵn sàng tự đưa ra quyết định, bạn có thể thực hiện các giao dịch điện tử trên máy tính cá nhân. Giao dịch điện tử cho phép bạn mua và bán hàng trăm cổ phiếu với mức phí thấp hơn 10

đô-la/ lần giao dịch. Các cổ phiếu giao dịch trực tuyến rất rẻ và dễ dàng. Nhưng tôi muốn cảnh bảo rằng, hầu như chẳng có nhà đầu tư nào cố gắng mua vào hoặc bán ra hàng ngày mà thu được lợi nhuận. Đừng để phí hoa hồng thấp khiến bạn rơi vào đám đông những kẻ thất bại.

Đề cập tới phí hoa hồng, bạn nên tìm hiểu về sự đổi mới của Phố Wall có tên "Tài khoản trọn gói". Chỉ với một mức phí, nhân viên môi giới của bạn sẽ có được dịch vụ của nhà quản lý tiền chuyên nghiệp, người này sẽ chọn cho bạn một danh mục cổ phiếu, trái phiếu và có thể cả bất động sản. Phí tư vấn và hoa hồng cho người môi giới được tính trọn gói. Chi phí trong tài khoản trọn gói thường rất cao. Phí hàng năm có thể lên tới 3%, và vẫn có thể tính thêm phí hoạt động bổ sung và phí quỹ nếu như nhà quản lý sử dụng quỹ đầu tư hoặc REIT. Với các loại chi phí này, rõ ràng bạn không thể chiến thắng được thị trường. Lời khuyên của tôi là: Tránh xa phí trọn gói.

Hãy nhớ chi phí là vấn đề khi mua các quỹ đầu tư. Các quỹ này có xu hướng mạnh mẽ tính mức phí thấp nhất cho các nhà đầu tư tạo ra lợi nhuận ròng cao nhất. Ngành quỹ đầu tư là nơi mà bạn có thể lấy được thứ mà không phải trả tiền.

Bài tập 10: Tránh các hố sụt và vấp ngã: Đa dạng các bước đầu tư

Trong bài tập khởi động, chúng ta đã thảo luận một số công cụ đầu tư. Phần quan trọng nhất trong bước đi trên Phố Wall sẽ đưa chúng ta đến việc cân nhắc các chiến lược đầu tư nhạy cảm liên quan tới cổ phiếu thường. Hướng dẫn cho phần này nằm trong ba chương cuối, vì tôi tin rằng các cổ phiếu thường sẽ tạo nên nền tảng cho hầu hết các danh mục. Tuy nhiên, trong bài tập khởi động cuối cùng, chúng ta nhắc lại bài học quan trọng về lý thuyết danh mục đầu tư hiện đại – ưu điểm của sự đa dạng.

Có một câu danh ngôn nói rằng: "Trong đám đông các nhà cố vấn có sự an toàn". Đầu tư cũng vậy. Sự đa dạng giảm rủi ro và giúp bạn có thể nhận được lợi nhuận trung bình tương đối trong dài hạn đáp ứng các mục tiêu đầu tư. Do vậy, trong mỗi nhóm đầu tư, bạn nên giữ nhiều cổ phiếu riêng lẻ, và mặc dù cổ phiếu thường là phần chính trong danh mục thì đó không nên là công cụ đầu tư duy nhất. Hãy nhớ đến các nhân viên khốn khổ của Enron, những người chỉ giữ mỗi cổ phiếu của Enron cho kế hoạch nghỉ hưu của họ. Khi Enron sụp đổ, họ không chỉ mất việc mà còn mất tất cả khoản tiết kiệm của mình. Dù mục tiêu đầu tư là gì, những nhà đầu tư thông minh luôn theo hướng đa dạng.

Đồng thời nhớ lại các hố sụt và các cú ngã trong chương 10 có tên "Bài học rút ra cho các nhà đầu tư từ lý thuyết tài chính hành vi?" Chúng ta là kẻ thù của chính mình khi đầu tư. Hiểu rõ chúng ta dễ bị tổn thương ra sao có thể giúp tránh được các hầm bẫy thông thường khiến chúng ta vấp ngã khi đi trên Phố Wall.

Kiểm tra lần cuối

Giờ bạn đã thực hiện xong bài tập khởi động, hãy kiểm tra lại lần cuối. Lý thuyết định giá được các nhà kinh tế đưa ra và các hoạt động được các chuyên gia ghi lại dẫn tới một kết luận duy nhất: Không có một con đường nào chắc chắn và đơn giản để làm giàu. Lợi nhuận cao có thể đạt được bằng cách chấp nhận rủi ro lớn (và có lẽ thông qua chấp nhận khả năng chuyển thành tiền mặt ít hơn).

Lượng rủi ro bạn có thể chấp nhận được quyết định một phần bởi điểm an giấc của bạn. Chương tiếp theo sẽ trình bày về rủi ro và các phần thưởng từ cổ phiếu và trái phiếu đầu tư, đồng thời giúp bạn xác định loại lợi nhuận mong muốn từ các công cụ tài chính khác nhau. Nhưng rủi ro bạn có thể chịu cũng chịu nhiều tác động của tuổi tác, các nguồn lực và căn cứ vào các thu nhập không phải từ đầu tư của bạn. Chương 14 – Hướng dẫn đầu tư theo vòng đời – sẽ mang lại cho bạn khái niệm rõ ràng về cách xác định nên đặt bao nhiêu phần vốn vào cổ phiếu thường, trái phiếu, bất động sản và các khoản đầu tư ngắn hạn. Chương cuối cùng trình bày các chiến lược thị trường chứng khoán đặc biệt giúp các nhà đầu tư nghiệp dư đạt được các kết quả tốt đẹp bằng hoặc hơn so với những chuyên gia hàng đầu.

13. Hướng dẫn cách hiểu và dự đoán lợi nhuận từ cổ phiếu và trái phiếu

Không ai được cung cấp thông tin chính xác về quá khứ mà lại có cái nhìn chán nản hay thất vọng về hiện tại.

—Thomas B. Macaulay,
History of England (Lịch sử nước Anh)

Chương này giúp bạn học cách trở thành một tay cá cược tài chính. Sau khi đọc chương này, bạn vẫn không thể dự đoán diễn biến của thị trường trong tháng sau hoặc năm sau – không ai có thể làm vậy – nhưng bạn có thể xây dựng một danh mục đầu tư hấp dẫn với nhiều cơ hội hơn. Mặc dù mức giá cổ phiếu và trái phiếu – hai yếu tố quan trọng nhất tạo nên giá trị ròng – sẽ thay đổi vượt khỏi tầm kiểm soát của bạn, song phương pháp tổng quát mà tôi giới thiệu sau đây sẽ giúp bạn dự đoán lợi nhuận dài hạn mang tính thực tế và điều chỉnh chương trình đầu tư theo nhu cầu tài chính của bạn.

Điều gì quyết định lợi nhuận từ cổ phiếu và trái phiếu?

Lợi nhuận dài hạn từ loại cổ phiếu thường bị chi phối bởi hai yếu tố quan trọng: lãi cổ tức tại thời điểm mua và tỷ lệ tăng trưởng tương lai của thu nhập và cổ tức. Về nguyên tắc, với những người nắm giữ cổ phiếu của họ mãi mãi, số phần cổ phiếu thường sẽ có giá trị "hiện tại" hoặc giá trị "được chiết khấu" theo dòng cổ tức tương lai. Cần ghi nhớ việc "chiết khấu" này phản ánh thực tế rằng đồng đô-la nhận được vào ngày mai ít giá trị hơn đồng đô-la trong tay hôm nay. Người mua cổ phiếu mua lợi nhuận từ quyền sở hữu trong một doanh nghiệp và hy vọng sẽ nhận được dòng cổ tức lớn hơn. Thậm chí nếu doanh nghiệp trả một khoản cổ tức rất nhỏ trong hôm nay và giữ lại hầu hết (hoặc tất cả) lợi nhuận để tái đầu tư vào doanh nghiệp, nhà đầu tư vẫn tin rằng việc tái đầu tư này sẽ làm gia tăng nhanh chóng dòng cổ tức trong tương lai hoặc tạo ra khoản thu nhập lớn hơn mà có thể được sử dụng để mua lại cổ phiếu.

Giá trị được chiết khấu của dòng cổ tức này (hoặc các quỹ đầu tư trả lại cổ đông thông qua việc mua lại cổ phiếu) có thể được chỉ ra để tạo một công thức đơn giản cho tổng lợi nhuận dài hạn đối với một cổ phiếu riêng lẻ hay thị trường nói chung:

Lợi nhuận vốn cổ phần dài hạn = Lãi cổ tức ban đầu + Tỷ lệ tăng trưởng

Chẳng hạn, từ năm 1926 đến 2006, các cổ phiếu thường mang lại tỷ suất lợi nhuận hàng năm trung bình vào khoảng 10,4%. Lãi cổ tức đối với thị trường nói chung vào tháng 1/1926 cao hơn 5% một chút. Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của thu nhập và cổ tức cũng lớn hơn 5%. Do vậy, việc bổ sung lãi cổ tức ban đầu vào tỷ lệ tăng trưởng tạo ra một con số xấp xỉ tỷ suất lợi nhuận thực tế.

Với các giai đoạn ngắn hơn, chẳng hạn một năm hoặc thậm chí vài năm, yếu tố thứ ba đóng vai trò rất quan trọng trong việc xác định lợi nhuận là sự thay đổi các mối quan hệ giá trị – đặc biệt là sự thay đổi trong tỷ lệ giá/cổ tức (P/D) hoặc chỉ số giá/thu nhập (P/E). (Sự tăng hoặc giảm P/D thường theo hướng của P/E – vốn phổ biến hơn).

P/D và P/E thay đổi nhiều qua các năm. Chẳng hạn, trong những giai đoạn lạc quan nhất, như tháng 3/2000, P/E là trên 30, P/D là trên 80. Vào những thời điểm bi quan nhất, chẳng hạn năm 1982, cổ phiếu được bán với chỉ số P/E là 8 và P/D là 17. Các chỉ số này cũng chịu ảnh hưởng của tỷ lệ lãi suất. Khi tỷ lệ lãi suất thấp, cổ phiếu – vốn cạnh tranh với trái phiếu trong khoản tiền tiết kiệm của nhà đầu tư – thường được bán ra với mức lãi cổ tức thấp và chỉ số P/E cao. Khi tỷ lệ lãi suất cao, lợi tức cổ phiếu tăng sẽ mang tính cạnh tranh hơn và cổ phiếu thường được bán với chỉ số P/E thấp. Một trong những giai đoạn tồi tệ nhất xảy ra gần đây của cổ phiếu thường là giai đoạn năm 1968-1982, khi lợi nhuận chỉ vào khoảng 5,5%/năm. Cổ phiếu được bán ra với mức lãi cổ tức 3% khi bắt đầu giai đoạn, và tỷ lệ tăng trưởng thu nhập và cổ tức là 6%/năm, cao hơn tỷ lệ trung bình dài hạn một chút. Nếu chỉ số P/E (và lãi cổ tức) duy trì không đổi, cổ phiếu sẽ tạo ra khoản lợi nhuận hàng năm vào khoảng 9%, với 6% tăng trưởng cổ tức được chuyển thành 6% tăng trị giá vốn mỗi năm. Nhưng nếu lãi cổ tức tăng mạnh (chỉ số P/E giảm mạnh) sẽ làm giảm lợi nhuận trung bình năm vào khoảng 3,5 điểm phần trăm mỗi năm.

Nhiều nhà phân tích đặt câu hỏi liệu cổ tức hiện tại có giống như trong quá khứ hay không. Họ tranh luận rằng các doanh nghiệp ngày càng thích chia số lợi nhuận tăng thêm cho cổ đông thông qua việc mua lại cổ phiếu thay vì tăng cổ tức. Có hai lý do giải thích cho hành động này – một là vì các cổ đông, còn một là do ban quản trị. Lợi nhuận của cổ đông được tạo ra bởi luật thuế. Thông thường, tỷ lệ thuế trên lãi vốn chỉ là một phần nhỏ của tỷ lệ thuế thu nhập tối đa trên cổ tức. Các hãng mua lại cổ phiếu thường giảm số cổ phần phát hành và do vậy làm tăng lợi nhuận trên mỗi cổ phần, khiến giá cổ phần tăng. Như vậy, thông thường thì việc mua lại cổ phiếu sẽ làm gia tăng lãi vốn. Hơn nữa, có thể hoãn thuế lãi vốn cho đến khi cổ phiếu được bán, hoặc thậm chí tránh được hoàn toàn nếu các cổ phiếu được di chúc lại. Do vậy, đối với vấn đề lợi nhuận của cổ đông, thay vì tăng cổ tức, các nhà quản lý sẽ thích việc mua lại hơn.

Mặt không hay của việc mua lại cổ phiếu là tính tự phục vụ. Một phần đáng kể trong lương thưởng của ban quản lý được trích từ các quyền chọn cổ phiếu, vốn chỉ có giá trị nếu lợi nhuận và giá cổ phiếu tăng. Mua lại cổ phiếu là cách đơn giản để biến điều này thành sự thật. Nếu nâng giá trị các quyền chọn cổ phiếu của mình lên cao hơn, các nhà quản lý có thể thu được nhiều lợi ích hơn, trong khi khoản cổ tức lớn hơn lại vào túi các cổ đông hiện tại. Từ năm 1940 đến 1970, thu nhập và cổ tức tăng ở mức ngang nhau. Tuy nhiên, trong suốt thập kỷ cuối cùng của thế kỷ XX, thu nhập tăng nhanh hơn cổ tức. Qua một giai đoạn dài, thu nhập và cổ tức có thể tăng ở mức ngang nhau. Để dễ hiểu hơn, tôi sẽ phân tích về mức tăng trưởng thu nhập.

Lợi nhuận dài hạn từ trái phiếu dễ tính toán hơn so với cổ phiếu. Qua thời gian dài, lợi nhuận mà một nhà đầu tư trái phiếu nhận được xấp xỉ khoản lợi nhuận khi đáo hạn của trái phiếu tại thời điểm nó được mua. Với trái phiếu không trả lãi (trái phiếu không trả lãi định kỳ mà chỉ trả một khoản nhất định khi đáo hạn), lợi nhuận khi mua chính là lợi nhuận mà nhà đầu tư sẽ nhận, nếu không bị trì hoãn và được nắm giữ đến khi đáo hạn. Với trái phiếu trả lãi (trái phiếu có trả lãi định kỳ), có đôi chút khác biệt trong lợi nhuận thu được, phụ thuộc vào việc lãi cuống phiếu được tái đầu tư ở mức lãi suất nào và liệu lãi suất tăng hay giảm, lãi vốn hay lỗ vốn. Tuy nhiên, lợi nhuận ban đầu từ trái phiếu mang lại cung cấp một sự ước tính khá chính xác về lợi nhuận mà các nhà đầu tư nắm giữ trái phiếu đến khi đáo hạn có thể nhận được.

Việc ước tính lợi nhuận trái phiếu trở nên khó khăn khi trái phiếu không được nắm giữ đến khi

đáo hạn. Những thay đổi trong tỷ lệ lãi suất (lợi nhuận trái phiếu) trở thành yếu tố chính trong việc xác định lợi nhuận ròng trong thời gian nắm giữ trái phiếu. Khi lãi suất tăng, giá trái phiếu giảm làm cho trái phiếu hiện có cạnh tranh với các trái phiếu mới phát hành có mức lãi suất cao hơn. Khi lãi giảm, giá trái phiếu tăng. Cần ghi nhớ quy tắc rằng các nhà đầu tư trái phiếu không nắm giữ cho đến lúc đáo hạn sẽ thua lỗ khi lãi suất tăng và thu lợi khi lãi giảm.

Lạm phát là yếu tố cản trở lợi nhuận tài chính ít được biết đến. Trong thị trường trái phiếu, tỷ lệ lạm phát tăng rõ ràng là một tin xấu. Để thấy điều này, hãy giả sử rằng không có lạm phát và trái phiếu được bán với mức lợi nhuận cơ bản 5%, mang lại cho các nhà đầu tư mức lợi nhuận thực tế 5% (sau lạm phát). Bây giờ giả sử tỷ lệ lạm phát tăng từ 0% lên 5% mỗi năm. Nếu các nhà đầu tư vẫn yêu cầu mức lợi nhuận thực tế 5% thì tỷ suất lợi nhuận trái phiếu phải tăng lên 10%. Chỉ khi đó các nhà đầu tư mới nhận được mức lợi nhuận 5% sau lạm phát. Nhưng điều này có nghĩa là giá trái phiếu giảm và những người trước đó đã mua trái phiếu dài hạn ở mức 5% sẽ bị lỗ vốn. Trừ những người nắm giữ các trái phiếu được bảo vệ khỏi lạm phát đã nhắc đến trong Chương 12, còn lại đối với hầu hết các nhà đầu tư trái phiếu, lạm phát chính là kẻ thù không đội trời chung.

Về nguyên tắc, các cổ phiếu thường là rào chắn lạm phát và được cho là không phải chịu tổn thất khi tỷ lệ lạm phát tăng. Ít nhất về lý thuyết, nếu tỷ lệ lạm phát tăng 1 điểm phần trăm, giá sẽ tăng 1 điểm phần trăm, gồm cả giá trị của các công ty, thiết bị, hàng hóa tồn kho. Kết quả là, tỷ suất lợi nhuận và cổ tức sẽ tăng cùng với tỷ lệ lạm phát. Do vậy, thậm chí mức lợi nhuận yêu cầu sẽ tăng cùng với tỷ lệ lạm phát, lãi cổ tức (hoặc chỉ số P/E) không có thay đổi nào. Điều này là do tỷ lệ tăng trưởng dự đoán cũng sẽ tăng cùng với tỷ lệ lạm phát dự đoán. Liệu điều này có thật sự xảy ra hay không? Sau đây chúng ta sẽ cùng xem xét vấn đề này.

Ba giai đoạn trong lợi nhuận thị trường tài chính

Hãy nghiên cứu ba giai đoạn gần đây của lịch sử thị trường cổ phiếu và trái phiếu, xem xét liệu chúng ta có thể hiểu tình trạng của nhà đầu tư theo các yếu tố quyết định lợi nhuận đã được trình bày ở trên. Ba giai đoạn xảy ra đồng thời với ba khuynh hướng lớn trong lợi nhuận thị trường chứng khoán từ năm 1946 đến 2000. Bảng dưới đây chỉ ra ba giai đoạn đó và lợi nhuận trung bình năm mà các nhà đầu tư cổ phiếu và trái phiếu thu được:

Bảng 13.1: Xem xét một giai đoạn trong lợi nhuận của cổ phiếu và trái phiếu Mỹ
(Lợi nhuận trung bình năm)

Nhóm tài sản	*Giai đoạn I* *Tháng 1/1946 – tháng 12/1968* *Giai đoạn sung túc*	*Giai đoạn II* *Tháng 1/1969 – tháng 12/1981* *Giai đoạn lo âu*	*Giai đoạn III* *Tháng 1/1982 – tháng 3/2000* *Giai đoạn dồi dào*
Cổ phiếu thường (S&P 500)	14,0%	5,6%	18,3%

Trái phiếu (hạng cao, dài hạn)	1,8	3,8	13,5
Tỷ lệ lạm phát trung bình hàng năm	2,3	7,8	3,3

Giai đoạn I – giai đoạn sung túc – như cách tôi gọi, bao gồm các năm tăng trưởng từ sau Chiến tranh thế giới thứ hai. Các cổ đông hoạt động rất tốt sau lạm phát, mặc dù lợi nhuận của những người nắm giữ trái phiếu còn ít, thường thấp hơn tỷ lệ lạm phát. Còn giai đoạn II là giai đoạn lo âu: cuộc nổi loạn lan rộng của hàng triệu thiếu niên được sinh ra trong cuộc bùng nổ dân số, sự bất ổn về kinh tế và chính trị bắt nguồn từ cuộc chiến tranh Việt Nam, tình trạng lạm phát dầu, các cơn sốt về thực phẩm – tất cả kết hợp tạo ra một môi trường không thân thiện đối với các nhà đầu tư. Không ai được miễn; cả cổ phiếu lẫn trái phiếu đều không hoạt động tốt. Trong suốt giai đoạn III – giai đoạn dồi dào – lớp thiếu niên đó đã trưởng thành, hòa bình và sự giàu có không lạm phát được thiết lập. Đây là giai đoạn vàng son đối với các cổ đông và người nắm giữ trái phiếu. Chưa bao giờ họ kiếm được khoản lợi nhuận dồi dào như vậy.

Với các khoảng thời gian rõ ràng như vậy, giờ hãy xem xét các yếu tố quyết định lợi nhuận được phát triển trong suốt các giai đoạn đó, đặc biệt chú ý đến yếu tố chịu trách nhiệm về những thay đổi trong các mối quan hệ giá trị và trong lãi suất. Cần nhớ rằng lợi nhuận cổ phiếu được quyết định bởi (1) lãi cổ tức ban đầu tại mức mà cổ phiếu được mua, (2) tỷ lệ tăng trưởng của thu nhập, và (3) những thay đổi trong giá trị xét theo chỉ số P/E (hoặc P/D). Còn lợi nhuận trái phiếu được quyết định bởi (1) lợi nhuận ban đầu đến khi đáo hạn tại mức mà trái phiếu được mua và (2) những thay đổi trong tỷ lệ lãi suất (lợi nhuận) và trong giá trái phiếu cho các nhà đầu tư trái phiếu – những người không nắm giữ đến khi đáo hạn.

Giai đoạn I: Giai đoạn sung túc

Người tiêu dùng coi giai đoạn cuối Chiến tranh thế giới thứ hai là thời điểm tiêu xài phung phí. Họ đã trải qua những năm tháng không xe hơi, không tủ lạnh và thiếu thốn rất nhiều hàng hóa trong suốt cuộc chiến, rồi nay họ lại chi tiêu xả láng các khoản tiết kiệm, tạo nên một cuộc bùng nổ nhỏ với một chút lạm phát. Tuy nhiên, rất khó để quên cuộc Đại suy thoái trong thập niên 1930. Các nhà kinh tế (các nhà khoa học buồn phiền) lo lắng khi cầu bắt đầu giảm và tin rằng một cuộc suy thoái sâu, hoặc có lẽ là đại suy thoái, sắp sửa xảy ra. Tổng thống Harry Truman[35] phải chịu trách nhiệm về hai vấn đề khác biệt nhau: “Một cuộc suy thoái là khi bạn mất việc. Một cuộc đại suy thoái là khi tôi mất việc.” Các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán đã chú ý đến nỗi phiền muộn của các nhà kinh tế và rõ ràng là rất lo lắng. Đầu năm 1947, lãi cổ tức cao một cách bất thường – ở mức 5% – và chỉ số P/E lên khoảng 12, thấp hơn so với mức trung bình dài hạn.

Hóa ra nền kinh tế không rơi vào cuộc đại suy thoái như mối lo lắng của nhiều người. Mặc dù có những giai đoạn suy thoái nhẹ, nền kinh tế vẫn tăng trưởng với tốc độ hợp lý từ thập niên 1950 đến thập niên 1960. Tổng thống Kennedy[36] đã đề xuất chính sách cắt giảm thuế lớn vào đầu thập niên 1960. Chính sách này được ban hành năm 1964, sau khi ông chết. Với sự

thúc đẩy từ việc cắt giảm thuế và gia tăng chi tiêu chính phủ cho cuộc chiến tranh ở Việt Nam, nền kinh tế phát triển mạnh mẽ, tỷ lệ người dân có việc làm tăng cao. Nhìn chung, tính đến thời điểm cuối giai đoạn này, lạm phát không phải là một vấn đề. Các nhà đầu tư vô cùng tự tin. Đến năm 1968, chỉ số P/E vượt mức trên 18 và lợi nhuận từ chỉ số chứng khoán S&P giảm 3%. Điều này tạo điều kiện vô cùng thuận lợi cho các nhà đầu tư cổ phiếu thường: cổ tức ban đầu của họ rất cao; thu nhập và cổ tức đều tăng mạnh với tỷ lệ hợp lý, vào khoảng 6,5-7%; các giá trị trở nên lớn hơn; thu được nhiều lãi vốn hơn. Bảng dưới đây sẽ thể hiện các thành phần khác nhau của lợi nhuận từ cổ phiếu và trái phiếu trong giai đoạn 1947-1968.

Bảng 13.2: Hướng phát triển lợi nhuận của cổ phiếu và trái phiếu
(tháng 1/1947-12/1968)

Cổ phiếu	Lãi cổ tức ban đầu	5,0
	Tăng trưởng thu nhập	6,6
	Thay đổi giá trị (tăng chỉ số P/E)	2,4
	Lợi nhuận trung bình năm	14
Trái phiếu	Lợi nhuận ban đầu	2,7
	Hiệu ứng của việc tăng lãi suất	-0,9
	Lợi nhuận trung bình năm	1,8[L6]

Thật không may, các nhà đầu tư trái phiếu không hoạt động tốt như vậy. Với những người khởi đầu, lợi tức trái phiếu ban đầu vào năm 1947 là thấp. Do vậy, lợi nhuận trái phiếu cũng thấp ngay cả với các nhà đầu tư nắm giữ đến khi đáo hạn. Trong suốt Chiến tranh thế giới thứ hai, Mỹ ghìm lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn ở mức dưới 2,5%. Chính sách đã được thi hành cho phép chính phủ tài trợ cho cuộc chiến với mức lãi suất cho vay thấp, điều này tiếp diễn mãi đến giai đoạn sau chiến tranh – năm 1951, khi lãi suất được phép tăng. Do vậy, các nhà đầu tư trái phiếu phải trải qua hai khó khăn trong giai đoạn này. Không chỉ lãi suất có vẻ thấp tại thời điểm bắt đầu giai đoạn mà những người nắm giữ trái phiếu còn bị lỗ vốn khi lãi suất được phép tăng. Kết quả là, họ nhận được mức lợi nhuận thấp đến bất thường – dưới 2% – và lợi nhuận thực tế (sau lạm phát) là âm.

Giai đoạn II: Giai đoạn lo âu

Từ cuối thập niên 1960 đến đầu thập niên 1980, lạm phát tăng cao hơn dự đoán và trở thành yếu tố tác động chính lên thị trường chứng khoán. Giữa thập niên 1960, lạm phát không đáng kể, chỉ dưới 1%. Khi lún sâu hơn vào cuộc chiến tranh Việt Nam cuối thập niên 1960, Mỹ đã mắc phải tình trạng lạm phát do cầu kéo, lạm phát cổ điển – quá nhiều tiền nhưng quá ít hàng hóa – và tỷ lệ lạm phát tăng lên 4 hoặc 4,5%.

Sau đó, nền kinh tế bị bao vây bởi cơn sốt dầu và thực phẩm giai đoạn 1973-1974. Đây là trường hợp điển hình của Luật Murphy – bất cứ thứ gì cũng có thể sai lầm. OPEC dự tính cắt giảm dầu, còn Bà mẹ Thiên nhiên mang lại nguồn thực phẩm thiếu thốn do mùa màng ở Bắc Mỹ thất bát và bị phá hoại nặng nề ở Liên Xô, khu vực hạ Sahara thuộc châu Phi. Khi ngay cả cá trống ở Peru biến mất một cách bí ẩn (cá trống là nguồn protein chính), có vẻ như bài bình luận của O'Toole đã trở thành sự thật. (O'Toole từng phát biểu rằng "Murphy đã quá lạc quan"). Một lần nữa, tỷ lệ lạm phát tăng lên tới 6,5%. Sau đó, vào năm 1978 và 1979, những sai lầm trong chính sách – dẫn tới cầu tăng đáng kể tại một số khu vực – và giá dầu tăng 125% đã khiến tỷ lệ lạm phát và tiền lương tiếp tục tăng. Đến đầu thập niên 1980, tỷ lệ lạm phát trên 10% và dấy lên nỗi lo ngại rằng nền kinh tế sẽ vượt quá tầm kiểm soát.

Cuối cùng, Cục Dự trữ Liên bang (FED) – dưới sự lãnh đạo của vị chủ tịch lúc đó, ngài Paul Volcker – đã đưa ra các hành động mang tính quyết định. FED đã đề xướng một chính sách thắt chặt tiền tệ để "ghìm cương" nền kinh tế và tiêu diệt "virus" lạm phát. Lạm phát lắng xuống kịp thời, nhưng nền kinh tế cũng đã thoi thóp. Nước Mỹ phải hứng chịu sự sụt giảm kinh tế tồi tệ nhất kể từ thập niên 1930, tỷ lệ thất nghiệp tăng mạnh. Đến cuối năm 1981, nền kinh tế Mỹ phải gánh chịu lạm phát lẫn tỷ lệ thấp nghiệp cao gấp đôi.

Bảng dưới đây chỉ ra sự sụt giảm trong các thị trường tài chính, bắt nguồn từ lạm phát và sự bất ổn của nền kinh tế. Mặc dù mức lợi nhuận dành cho các cổ đông lẫn người nắm giữ trái phiếu đều thấp một cách bất thường, song lợi nhuận thực tế – sau khi trừ 7,8% tỷ lệ lạm phát – bị âm. Mặt khác, các tài sản như vàng, các bộ sưu tập và bất động sản mang lại mức lợi nhuận tăng gấp đôi.

Bảng 13.3: Hướng phát triển lợi nhuận của cổ phiếu và trái phiếu(tháng 1/1969 – 12/1981)

Cổ phiếu	Lãi cổ tức ban đầu	3,1
	Mức tăng thu nhập	8,0
	Thay đổi giá trị	-5,5
	Lợi nhuận trung bình năm	5,6
Trái phiếu	Lợi nhuận ban đầu	5,9
	Hiệu ứng của việc gia tăng lãi suất	-2,1
	Lợi nhuận trung bình năm	3,8

Do lạm phát nằm ngoài dự đoán và tiền chiết khấu cho lạm phát không được tính vào lợi nhuận, các nhà đầu tư trái phiếu phải gánh chịu những kết quả tệ hại. Chẳng hạn, năm 1968, các trái phiếu dài hạn 30 năm có lợi nhuận khi đáo hạn vào khoảng 6%. Điều này giúp chúng được bảo vệ trước tỷ lệ lạm phát vào khoảng 3% và lợi nhuận thực tế sau lạm phát được ước

tính vào khoảng 3%. Thật không may, tỷ lệ lạm phát thực tế trong giai đoạn 1969-1981 vào khoảng 8% đã xóa sạch mọi lợi nhuận thực tế. Ai muốn mua trái phiếu mang lại khoản lợi nhuận 6% vào cuối thập niên 1970 khi tỷ lệ lạm phát cao gấp đôi? Chẳng ai cả! Nếu phải bán trái phiếu, bạn phải chịu lỗ để người mua có thể thu được lợi nhuận phù hợp với tỷ lệ lạm phát ở mức cao hơn. Lợi nhuận tăng hơn khi phí rủi ro cho trái phiếu tăng – nếu tính đến sự bất ổn ngày càng gia tăng. Để làm mọi chuyện tồi tệ hơn, hệ thống thuế còn thổi bay không thương tiếc tất cả những gì mà các nhà đầu tư đã đổ vào trái phiếu. Mặc dù thực tế lợi nhuận trước thuế mà họ thường kiếm được là âm, lãi trái phiếu của họ vẫn phải chịu mức thuế như với thuế thu nhập thông thường.

Việc trái phiếu thất bại trong vấn đề bảo vệ các nhà đầu tư khỏi giai đoạn lạm phát bất ngờ dường như không gây ngạc nhiên gì. Việc cổ phiếu thường thất bại lại khác. Vì cổ phiếu đại diện cho quyền hạn trước các tài sản thực tế mà có lẽ tăng lên về giá trị cũng như giá cả, giá cổ phiếu – tuân theo logic này – cũng phải tăng. Nó nghe giống như câu chuyện về một cậu bé lần đầu đến viện bảo tàng nghệ thuật. Khi nghe nói một bức tranh trừu tượng nổi tiếng được cho là vẽ một con ngựa, cậu bé láu lỉnh hỏi lại: “Vậy nếu nó được coi là ngựa, thì tại sao nó không phải là con ngựa?” Nếu cổ phiếu thường được cho là phương tiện chống lạm phát, thì sao nó lại không đúng như vậy?

Có nhiều lời giải thích khác nhau gắn với việc cổ tức và mức tăng trưởng thu nhập sút kém. Một lời giải thích phổ biến cho rằng lạm phát đã khiến lợi nhuận doanh nghiệp giảm đáng kể, đặc biệt khi các con số báo cáo được điều chỉnh vì lạm phát. Lạm phát được mô tả như một loại bom nơ-tron tài chính, vẫn giữ nguyên cấu trúc doanh nghiệp nhưng lại phá hủy nguồn huyết mạch lợi nhuận. Nhiều người coi động lực của chủ nghĩa tư bản đã vượt tầm kiểm soát, dẫn đến việc đi xuống Phố Wall – dù ngẫu nhiên hay không – cũng có thể chứng minh sự mạo hiểm cực độ.

Tuy nhiên, thực tế là không có bằng chứng nào cho thấy lợi nhuận “trượt dốc không phanh bởi sự lạm phát tàn khốc, không khoan nhượng” như một số người trong giới tài chính tin tưởng vào đầu thập niên 1980. Như bảng trên đã thể hiện, mức tăng trưởng lợi nhuận tăng tốc trong giai đoạn 1969-1981 với tỷ lệ 8%, vượt xa lạm phát. Thậm chí cổ tức cũng tăng gần tới mức tỷ lệ lạm phát.

Những người hâm mộ điện ảnh hẳn còn nhớ cảnh cuối cùng trong bộ phim *Casablanca*. Rick Blaine đứng cạnh xác của viên thiếu tá Strasser với khẩu súng còn bốc khói trên tay. Đại úy Louis Renault, đội trưởng đội cảnh sát, nhìn Rick, khẩu súng, xác chết và cuối cùng nhìn trợ lý của mình, rồi nói: “Thiếu tá Strasser đã bị bắn. Hãy bắt tất cả những kẻ khả nghi.” Chúng ta cũng vậy, vây bắt tất cả những “kẻ khả nghi”, nhưng phải tập trung xác định ai là người đã “bắn” vào thị trường chứng khoán.

Lý do chính dẫn đến lợi nhuận vốn cổ phần nghèo nàn trong suốt thập niên 1970 là sự định giá của các nhà đầu tư về cổ tức và thu nhập – số tiền họ sẵn sàng trả cho một đô-la cổ tức và thu nhập – giảm mạnh. Cổ phiếu không thể bảo vệ các nhà đầu tư trước lạm phát, không phải vì thu nhập và cổ tức không tăng cùng lạm phát, mà vì chỉ số P/E đã gần như sụp đổ trong giai đoạn này.

P/E của chỉ số S&P bị cắt giảm gần 2/3 trong suốt giai đoạn 1969-1981. Chính sự sụt giảm của

chỉ số này đã tạo ra mức lợi nhuận nghèo nàn như vậy cho các nhà đầu tư trong thập niên 1970, cản trở giá cổ phiếu phản ánh quá trình cơ bản thực tế mà hầu hết các công ty đã thực hiện trong việc tăng trưởng thu nhập và cổ tức. Một số nhà kinh tế tài chính kết luận rằng thị trường chỉ đơn giản là bất thường trong suốt thập niên 1970 và đầu thập niên 1980 – rằng các chỉ số đã sụp đổ quá nặng.

Tất nhiên, rất có thể các nhà đầu tư cổ phiếu trở nên bi quan đến mức phi lý vào đầu thập niên 1980, cũng như khi họ lạc quan đến mức phi lý vào giữa thập niên 1960. Dù không tin thị trường luôn hợp lý một cách hoàn hảo, nhưng nếu buộc phải lựa chọn giữa thị trường chứng khoán và giới kinh tế học, tôi sẽ luôn đầu tư vào thị trường chứng khoán. Tôi nghi ngờ rằng các nhà đầu tư cổ phiếu không hề phi lý khi gặp phải sự giảm sút mạnh trong P/D và P/E – họ chỉ sợ hãi mà thôi. Vào giữa thập niên 1960, lạm phát hạn chế đến mức khó có thể nhận ra, và các nhà đầu tư bị thuyết phục rằng các nhà kinh tế đã tìm ra lối thoát cho cơn suy thoái nghiêm trọng – thậm chí sự sụt giảm nhẹ lại tạo ra hiệu quả tốt. Không ai có thể tưởng tượng được vào năm 1960, nền kinh tế có thể trải qua giai đoạn mà thất nghiệp hoặc lạm phát tăng cao gấp đôi, huống hồ cả hai lại xảy ra đồng thời. Rõ ràng, chúng ta thấy rằng các điều kiện kinh tế thiếu ổn định hơn nhiều so với từng được dự đoán. Do vậy, chứng khoán góp vốn cổ phần (tôi gọi là chứng khoán bấp bênh) được coi là mạo hiểm hơn và đáng được đền bù rủi ro cao hơn[37].

Thị trường đưa ra phí rủi ro cao hơn thông qua việc giảm giá liên quan đến thu nhập và cổ tức; điều này tạo ra mức lợi nhuận lớn hơn trong tương lai, phù hợp với môi trường mới mạo hiểm hơn. Tuy nhiên, nghịch lý là những điều chỉnh tương tự – vốn tạo ra mức lợi nhuận nghèo nàn vào cuối thập niên 1960 và suốt thập niên 1970 – lại tạo ra mức giá rất hấp dẫn trong giai đoạn đầu thập niên 1980. Song kinh nghiệm đã chỉ ra rằng nếu người ta muốn giải thích việc tạo ra lợi nhuận trong một thập kỷ, thì một thay đổi trong các mối quan hệ giá trị cũng đóng vai trò quan trọng. Tỷ lệ tăng trưởng thu nhập đã bù đắp cho lạm phát trong giai đoạn 1969-1981, nhưng chỉ số P/E và P/D lại giảm – điều mà tôi cho là phản ánh rủi ro tăng – chính là điều đã giết chết thị trường chứng khoán.

Giai đoạn III: Giai đoạn dồi dào

Tiếp theo là giai đoạn III – giai đoạn hoàng kim của lợi nhuận tài chính, kéo dài từ năm 1982 đến đầu năm 2000. Tại thời điểm đầu giai đoạn này, cả cổ phiếu và trái phiếu đã được điều chỉnh – có lẽ là được điều chỉnh quá tay – theo môi trường kinh tế vốn đã thay đổi. Cổ phiếu và trái phiếu được định giá không chỉ nhằm mang lại sự bảo vệ hợp lý trước tỷ lệ lạm phát có thể xảy ra, mà còn mang lại tỷ suất lợi nhuận thực tế cao.

Thực tế, cuối năm 1981, thị trường trái phiếu đã bị ruồng bỏ. Tạp chí *Bawl Street Journal* đã viết hài hước: "Trái phiếu là một công cụ cố định tỷ lệ được tạo ra để giảm giá." Lúc đó, lợi nhuận từ các trái phiếu hạng cao vào khoảng 13%. Tỷ lệ lạm phát thấp hơn, ở mức khoảng 8%. Do vậy, các trái phiếu mang lại tỷ suất lợi nhuận thực tế tiềm năng với khoảng 5%, một tỷ lệ cao đến bất thường xét theo tiêu chuẩn trước đây. (Tỷ suất lợi nhuận thực tế dài hạn của trái phiếu chỉ chiếm 2%). Để chắc chắn, giá trái phiếu đã trở nên bất ổn định và, do vậy, rất hợp lý khi giả sử rằng trái phiếu phải có mức phí rủi ro cao hơn trước. Nhưng các nhà đầu tư trong cơn hoảng loạn có lẽ đã quá thổi phồng mức độ rủi ro trong các khoản đầu tư trái phiếu. Các nhà đầu tư miễn cưỡng dính dáng đến trái phiếu vì kinh nghiệm 15 năm qua đã quá đau

thương. Do vậy, điều kiện ban đầu là các nhà đầu tư này có thể hy vọng vào khoản lợi nhuận cao trong những năm tiếp theo.

Vậy còn cổ phiếu thì sao? Như tôi đã nói trên đây, có thể tính toán lợi nhuận cổ phiếu dài hạn dự đoán bằng cách thêm lợi tức trung bình vào mức tăng trưởng thu nhập dự đoán trên mỗi cổ phiếu. Những phép tính mà tôi thực hiện trong suốt năm 1981 đề xuất tổng tỷ suất lợi nhuận dự đoán từ cổ phiếu thường là hơn 13% – cao hơn tỷ lệ lạm phát thực và rất lớn so với các tiêu chuẩn lịch sử.

Cổ phiếu thường được bán với mức lợi nhuận bị giảm định kỳ thấp một cách bất thường, với chỉ số P/D thấp dưới mức trung bình, và với mức giá chỉ là một phần của giá trị thay thế tài sản mà chúng đại diện. Quả thực chúng ta đôi chút ngạc nhiên khi thấy có quá nhiều vụ tiếp quản công ty trong thập niên 1980. Bất cứ khi nào có thể mua tài sản trên thị trường chứng khoán với mức chi phí thấp hơn chi phí giành được chúng một cách trực tiếp, khi đó sẽ xuất hiện xu hướng các hãng mua cổ phần của các hãng khác, cũng như mua lại cổ phiếu của chính họ. Vì vậy, tôi cho rằng vào đầu thập niên 1980, chúng ta được giới thiệu một tình huống thị trường với các tài sản trên giấy tờ đã bị điều chỉnh, thậm chí là bị điều chỉnh quá mức với lạm phát và kèm theo đó là sự bất trắc lớn hơn. Bảng sau đây thể hiện hướng phát triển của lợi nhuận trong suốt giai đoạn 1982-2000.

Bảng 13.4: Hướng phát triển lợi nhuận của cổ phiếu và trái phiếu (tháng 1/1982-3/2000)

Cổ phiếu	Lợi nhuận cổ tức ban đầu	5,8
	Mức tăng thu nhập	6,8
	Thay đổi giá trị (tăng chỉ số P/E)	5,7
	Lợi nhuận trung bình năm	18,3
Trái phiếu	Lợi nhuận ban đầu	13,0
	Hiệu ứng của việc giảm lãi suất	0,6
	Lợi nhuận trung bình năm	13,6

Đây thật sự là giai đoạn dồi dào của nhà đầu tư, với tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu lẫn trái phiếu đều cao. Mặc dù sự tăng trưởng bất thường trong thu nhập và cổ tức không lớn hơn so với giai đoạn không mấy tốt đẹp vào thập niên 1970, song có hai yếu tố góp phần tạo ra mức lợi nhuận cao trên thị trường chứng khoán. Thứ nhất, lợi tức ban đầu gần 6% là cao một cách bất thường. Thứ hai, thị trường chuyển từ trạng thái chán nản sang phởn phơ. Chỉ số P/E trên thị trường tăng gấp ba, từ 8 lên gần 30, và lợi tức giảm xuống chỉ hơn 1%. Những thay đổi trong giá trị đã biến lợi nhuận cổ phiếu từ tốt bất thường sang tuyệt vời.

Tương tự, lợi nhuận ban đầu ở mức 13% trên thị trường trái phiếu đã đảm bảo rằng những người nắm giữ dài hạn sẽ nhận được lợi nhuận tăng lên với hai con số. Như tôi đã nói, lợi nhuận mà những người nắm giữ lâu dài thấy là thứ họ nhận được. Thêm vào đó, do tỷ lệ lạm phát được kiềm chế ở mức 3%, lợi nhuận thực tế (lợi nhuận sau lạm phát) cao trên mức trung bình. Giai đoạn từ năm 1982 đến đầu năm 2000 mang lại cơ hội hiếm có để đầu tư vào các tài sản tài chính. Trong khi đó, các tài sản cứng như vàng và dầu lại bị âm lợi nhuận.

Giai đoạn thiên niên kỷ mới

Vậy tiếp theo là gì? Làm sao bạn có thể đánh giá lợi nhuận từ các tài sản tài chính cho những năm tới? Mặc dù tin rằng không ai dự đoán được những biến động ngắn hạn trên thị trường chứng khoán, tôi vẫn cho rằng có thể đánh giá phạm vi của tỷ suất lợi nhuận dài hạn mà các nhà đầu tư dự đoán từ các tài sản tài chính. Và có vẻ như phi thực tế khi dự đoán những thập niên đầu thế kỷ XXI có thể thu được lợi nhuận gồm hai con số như các nhà đầu tư cổ phiếu và trái phiếu đã thu được trong suốt thập niên 1980 và 1990.

Chúng ta biết rằng tiếp theo giai đoạn dồi dào là thị trường giá xuống, khiến các chỉ số bình quân chính như S&P 500 giảm 40% vào mùa thu năm 2002. Chỉ số NASDAQ, vốn chịu gánh nặng cổ phiếu công nghệ, còn tồi tệ hơn, giảm 75% – từ trên 5.000 xuống 1.100. Hơn nữa, cuộc tấn công khủng bố ngày 11/9/2001 và các vụ bê bối kế toán của các hãng như Enron và WorldCom đã tạo ra cơn khủng hoảng lòng tin trong các nhà đầu tư. Thị trường chứng khoán của thiên niên kỷ mới có vẻ nhiều rủi ro hơn so với đầu năm 2000, các nhà đầu tư cũng yêu cầu mức phí rủi ro lớn hơn để có thể nắm giữ các cổ phiếu thường. Theo đó, các mối quan hệ giá trị cũng thay đổi. Chỉ số P/E giảm và lợi tức tăng. Thị trường phục hồi trong suốt bốn năm tiếp theo, nhưng các mức định giá trở nên hấp dẫn hơn khi nền kinh tế Mỹ trải qua giai đoạn phục hồi ổn định với mức lợi nhuận doanh nghiệp ngày càng gia tăng.

Vậy, đâu là những kỳ vọng dài hạn hợp lý về lợi nhuận? Chúng ta có thể áp dụng phương pháp mà tôi từng sử dụng. Tôi sẽ đưa ra các dự đoán dài hạn như cuối năm 2006. Người đọc có thể thực hiện phép tính tương tự bằng cách sử dụng thông tin thích hợp với thời điểm thực hiện dự đoán.

Trước tiên, hãy nhìn vào thị trường trái phiếu tại thời điểm cuối năm 2006, chúng ta có thể thấy một tin tốt về lợi nhuận mà những người nắm giữ cổ phiếu dài hạn thu được. Những người nắm giữ trái phiếu hạng cao sẽ thu được khoảng 6% nếu trái phiếu được giữ đến khi đáo hạn. Những người nắm giữ trái phiếu không trả lãi đến khi đáo hạn thu được 5%. Những người mua và nắm giữ TIPS dài hạn sẽ thu được mức lợi nhuận thực tế vào khoảng 2,5%. Giả sử tỷ lệ lạm phát vào khoảng 2%/năm, cả trái phiếu của chính phủ và doanh nghiệp sẽ tạo ra tỷ suất lợi nhuận tích cực cho các nhà đầu tư. Do vậy, trái phiếu sẽ là vụ đầu tư giá trị khởi đầu thiên niên kỷ mới.

Chúng ta có thể đưa ra dự đoán lợi nhuận như thế nào cho cổ phiếu thường vào cuối năm 2006? Chúng ta có thể dự đoán hợp lý ít nhất hai yếu tố quyết định lợi nhuận vốn cổ phần. Năm 2006, lợi nhuận cổ tức cho chỉ số S&P 500 vào khoảng 2%. Rất có cơ sở để tin rằng lợi nhuận có thể tăng vào khoảng 5,5% trong giai đoạn dài, một tỷ lệ phù hợp với tỷ lệ trong suốt giai đoạn lạm phát bị kiềm chế và tương tự với đánh giá mà các hãng chứng khoán trên Phố Wall

thực hiện vào cuối năm 2006. Cùng với mức lợi nhuận ban đầu và tỷ lệ tăng trưởng, chúng ta có được dự đoán tổng lợi nhuận cho chỉ số S&P 500 vào khoảng 7,5% – cao hơn một chút so với lợi nhuận trái phiếu, nhưng thấp hơn mức trung bình dài hạn từ năm 1926 (khoảng 10,5%). Tỷ suất lợi nhuận dự đoán vào khoảng 7,5% là thấp hơn tỷ suất lợi nhuận mà các cổ đông kiếm được trong suốt giai đoạn dồi dào vào cuối thế kỷ trước (18%).

Tất nhiên, yếu tố quyết định chính đối với lợi nhuận cổ phiếu trong giai đoạn ngắn hạn sẽ thay đổi theo cách vốn cổ phần được định giá trên thị trường, đó là những thay đổi trong chỉ số P/E. Ở đây tôi muốn nhắc lại kết luận ở Chương 11, khi tôi cho rằng không có phương pháp dự đoán những thay đổi giá trị nào đáng tin cậy. Tôi nghi ngờ rằng thậm chí Chúa toàn năng cũng không biết chỉ số P/E "chính xác" của thị trường và cả những thay đổi tương lai của chỉ số. Về cơ bản, những thay đổi về giá trị là không thể dự đoán. Do vậy, tất cả những gì chúng ta có thể làm là đánh giá lợi nhuận có thể của thị trường nếu như các mối quan hệ giá trị không thay đổi. Và con số đó có thể rất gần với tỷ lệ 7,5% mà tôi đưa ra ở trên.

Tuy nhiên, các nhà đầu tư phải tự hỏi bản thân rằng liệu các mức giá trị trên thị trường trong giai đoạn cuối năm 2006 có được duy trì không. Chỉ số P/E vào cuối năm 2006 cao hơn 10, chỉ cao hơn một chút so với mức trung bình dài hạn. Nhưng lợi tức ở mức 2% là thấp hơn so với mức trung bình trong lịch sử (4,5%).

Đúng là như vậy, tỷ lệ lãi suất và lạm phát cũng tương đối thấp trong suốt năm 2006. Khi lãi suất (và lạm phát) thấp, chỉ số P/E cao hơn và lợi tức thấp hơn là do được điều chỉnh. Song chúng ta cũng không thể cho rằng các tỷ lệ sẽ luôn thấp như vậy và rằng lạm phát sẽ luôn được kiềm chế.

Nên nhớ rằng vào giữa thập niên 1960, các nhà kinh tế sáng suốt nhất của chúng ta đã tuyên bố rằng không có lạm phát và những biến động nhỏ trong hoạt động kinh tế có thể được cân đối dễ dàng. Cần ghi nhớ rằng đầu thập niên 1990, báo chí tài chính đầy rẫy những câu chuyện ngợi ca sự kỳ diệu của hệ thống kinh tế Nhật Bản và các kỹ năng quản lý, đồng thời khẳng định các chỉ số đặc biệt trong thị trường chứng khoán Nhật Bản đã được điều chỉnh. Và sự kiện kinh hoàng ngày 11/9/2001 nhắc nhở rằng chúng ta đang sống trong một thế giới bất ổn, nó khuyên các nhà đầu tư nên dự đoán hợp lý để nhận được các mức phí rủi ro có ý nghĩa nếu họ chấp nhận các rủi ro trong việc sở hữu vốn cổ phần. Thế giới luôn thường trực những sự kiện bất ngờ.

Vấn đề là, đừng đầu tư với chiếc "gương chiếu hậu". Đừng chỉ dự đoán lợi nhuận trong quá khứ và áp dụng vào thiên niên kỷ mới. Không nghi ngờ gì là lợi nhuận từ cổ phiếu và trái phiếu sẽ thấp hơn mức lợi nhuận được ghi nhận trong thập niên 1980 và 1990. Những đánh giá khả thi nhất mà chúng ta đưa ra đối với thị trường chứng khoán khi lợi nhuận cổ tức gần mức 2% là tổng tỷ suất lợi nhuận trong giai đoạn dài sẽ vượt hơn một con số.

Liệu kỳ vọng của tôi về tỷ suất lợi nhuận dài hạn với một con số có bao hàm dự đoán về những gì thị trường sẽ làm trong suốt bất kỳ giai đoạn đặc biệt nào không? Không hề! Cần ghi nhớ rằng chúng ta đã trải qua các giai đoạn khá dài (chẳng hạn từ cuối thập niên 1960 đến đầu thập niên 1980) khi loại cổ phiếu thường mang lại tỷ suất lợi nhuận thường niên chỉ là 5,5%, thấp hơn tỷ lệ lạm phát. Nếu bạn dự đoán giai đoạn đầu tư chỉ trong một thập kỷ hoặc ít hơn, không ai có thể dự đoán mức lợi nhuận bạn sẽ nhận được với bất cứ độ chính xác nào.

Là một người bộ hành ngẫu nhiên trên Phố Wall, tôi nghi ngờ việc ai đó có thể dự đoán được những biến động về giá cổ phiếu ngắn hạn, và có lẽ chúng ta nên dự phòng tình huống này. Tôi nhớ có một tình tiết rất hay trong sêri chương trình phát thanh *I Love a Mystery* (Tôi yêu sự bí ẩn). Một nhà đầu tư chứng khoán tham lam luôn ao ước được đọc các tờ báo đưa tin về những thay đổi giá cổ phiếu trước khi phát hành 24 giờ. Thật kỳ lạ, điều ước trở thành sự thật và ngay buổi tối hôm đó, ông ta nhận được tờ báo mới nhất của số ra ngày hôm sau. Ông ta cuống quýt làm việc thâu đêm để lên kế hoạch mua vào sáng sớm hôm sau và bán vào chiều muộn để đảm bảo sẽ đánh bại thị trường. Sau đó, trước khi sự phấn chấn chưa kịp giảm xuống, ông ta đọc nốt tờ báo và nhìn thấy cáo phó của mình. Sáng hôm sau, người giúp việc thấy ông ta đã chết.

Thật may mắn là tôi không thể đọc được các số báo của ngày hôm sau, tôi không thể nói với họ giá cổ phiếu và trái phiếu sẽ ra sao trong bất kỳ giai đoạn cụ thể nào. Tôi tin rằng những đánh giá dài hạn hợp lý về lợi nhuận cổ phiếu và trái phiếu được trình bày ở đây là những đánh giá hợp lý nhất mà chúng ta có thể thực hiện để lập kế hoạch đầu tư cho các thập kỷ trong thế kỷ XXI.

14. Hướng dẫn đầu tư theo vòng đời

Có hai giai đoạn trong cuộc đời mà con người không nên đầu tư: khi không thể và khi có thể.

—Mark Twain,
—*Following the Equator* (Theo đường xích đạo)

Chiến lược đầu tư phải phù hợp với vòng đời. Người ta thường nói việc tiết kiệm cho về hưu ở tuổi 34 và 64 phải sử dụng các công cụ tài chính khác nhau nhằm đạt được mục tiêu của mình. Ở tuổi 34 – chớm bước vào giai đoạn mức lương thu nhập đạt tới đỉnh cao – họ có thể sử dụng khoản lương để bù đắp cho bất cứ khoản lỗ nào khi rủi ro tăng lên. Ngược lại, ở độ tuổi 64, họ không thể sống dư dả một thời gian dài nếu chỉ dựa vào khoản thu nhập từ lương và không thể để mất khoản tiền sẽ cần đến trong tương lai gần.

Về cơ bản, những cân nhắc mang tính chiến lược này phải được thực hiện với khả năng chịu đựng rủi ro của mỗi người. Cho đến nay, hầu hết những tranh luận về vấn đề rủi ro trong cuốn sách này đều đề cập đến thái độ của con người đối với rủi ro. Mặc dù những người ở tuổi 34 và 64 đều có thể đầu tư vào một chứng chỉ ký thác, nhưng người trẻ hơn sẽ làm vậy vì ghét rủi ro, còn người già hơn làm vậy là vì khả năng chấp nhận rủi ro đã suy giảm. Trong trường hợp đầu tiên, người đó có nhiều lựa chọn hơn về mức độ rủi ro chấp nhận được; còn trường hợp thứ hai, họ không có được may mắn này.

Quyết định đầu tư quan trọng nhất mà bạn có thể đưa ra liên quan đến việc cân đối các nhóm tài sản (cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản, chứng khoán thị trường tiền tệ, v.v…) ở các giai đoạn khác nhau trong cuộc đời mình. Theo Roger Ibbotson, người đã dành phần lớn thời gian để tính toán lợi nhuận từ các danh mục đầu tư khác nhau, thì hơn 90% tổng lợi nhuận của một nhà đầu tư được quyết định bởi các nhóm tài sản được lựa chọn – sự thể hiện của tổng danh mục đầu tư. Gần 10% còn lại được quyết định bởi các cổ phiếu nhất định hoặc các quỹ tương hỗ mà một cá nhân lựa chọn. Trong chương này, tôi sẽ chứng minh rằng dù bạn không thích rủi ro, dù vị trí của bạn trên thước đo Ăn ngon – Ngủ ngon là gì thì độ tuổi, thu nhập từ công việc và những trách nhiệm cụ thể trong cuộc sống sẽ cùng giúp bạn quyết định các nhóm tài sản trong danh mục đầu tư.

Các quy tắc phân bổ năm nhóm tài sản

Trước khi có thể quyết định nền tảng hợp lý để đưa ra các quyết định phân bổ tài sản, chúng ta phải giữ vững một số quy tắc nhất định. Chúng đã được nhắc đến trong các chương trước, nhưng việc thực hiện đầy đủ ở đây sẽ rất có ích. Các quy tắc mấu chốt là:

1. Lịch sử chứng minh rằng rủi ro và lợi nhuận liên quan với nhau.

2. Rủi ro trong hoạt động đầu tư cổ phiếu thường và trái phiếu phụ thuộc vào khoảng thời gian tiến hành đầu tư. Thời gian nắm giữ cổ phiếu càng dài thì rủi ro càng ít.

3. Khoản chi phí trung bình, mặc dù gây tranh cãi, có thể là một phương pháp hữu ích để giảm rủi ro trong đầu tư cổ phiếu và trái phiếu.

4. Việc tái cân bằng có thể làm giảm rủi ro và, trong một số trường hợp, làm tăng lợi nhuận đầu tư.

5. Phải phân biệt giữa thái độ trước rủi ro và khả năng chấp nhận rủi ro.

Những rủi ro mà bạn có thể chấp nhận phụ thuộc vào tình hình tài chính chung của bạn, bao gồm các loại và các nguồn thu nhập, đặc biệt là thu nhập đầu tư.

1. Mối quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận

Mặc dù bạn có thể mệt mỏi khi phải nghe rằng lợi nhuận đầu tư chỉ tăng lên khi chấp nhận rủi ro lớn hơn, song không có bài học về quản lý đầu tư nào quan trọng hơn thế. Định luật tài chính cơ bản này đã được chứng minh qua hàng thế kỷ nay. Bảng sau đây tóm tắt dữ liệu của Ibbotson, chúng đã chứng minh cho quan điểm trên.

Bảng 14.1: Tổng lợi nhuận hàng năm cho các nhóm tài sản cơ bản, 1926-2005

	Lợi nhuận trung bình năm	*Chỉ số rủi ro (tính bất ổn định của lợi nhuận trong các năm)*
Cổ phiếu thường của các công ty nhỏ	12,6%	32,9%
Cổ phiếu thường của các công ty lớn	10,4%	20,2%
Trái phiếu chính phủ dài hạn	5,5%	9,2%
Trái phiếu Bộ Tài chính Mỹ	3,7%	3,1%

Cổ phiếu thường mang lại tỷ suất lợi nhuận dài hạn rất cao. Người ta ước tính rằng nếu George Washington để riêng 1 đô-la trong số tiền lương tổng thống của ông và đầu tư với tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu thường thì người thừa kế của ông sẽ trở thành triệu phú vào năm 2006. Roger Ibbotson ước tính các cổ phiếu mang lại tỷ suất lợi nhuận hơn 8%/năm kể từ năm 1790. (Theo như bảng trên, lợi nhuận thậm chí còn lớn hơn kể từ năm 1926, khi cổ phiếu thường mang lại lợi nhuận gần 10,5%). Tuy nhiên, mức lợi nhuận này luôn đi liền với một mức rủi ro lớn. Tổng lợi nhuận đã âm trong khoảng 3 trên 10 năm. Vậy nếu bạn muốn kiếm được mức lợi nhuận cao hơn, chớ quên câu: “Không bao giờ có bữa ăn miễn phí.” Rủi ro lớn hơn là cái giá người ta phải trả để có mức lợi nhuận cao hơn.

2. Rủi ro thực tế trong hoạt động đầu tư cổ phiếu và trái phiếu phụ thuộc vào thời gian nắm giữ khoản đầu tư

"Sức mạnh duy trì" – khoảng thời gian mà bạn nắm giữ khoản đầu tư – đóng vai trò quan trọng đối với vấn đề rủi ro thực tế mà bạn chấp nhận từ bất cứ quyết định đầu tư nào. Do vậy, giai đoạn đầu tư trong vòng đời là yếu tố quan trọng giúp bạn phân bổ các tài sản. Hãy xem xét tại sao khoảng thời gian bạn nắm giữ lại quan trọng đến vậy trong việc quyết định khả năng chấp nhận rủi ro.

Như chúng ta đã thấy ở bảng trên, trái phiếu chính phủ dài hạn mang lại mức lợi nhuận trung bình năm 5,5% trong suốt 72 năm. Tuy nhiên, chỉ số rủi ro lại chỉ ra rằng trong mỗi năm, tỷ lệ này có thể chệch khỏi mức trung bình. Thực tế là trong rất nhiều năm, lợi nhuận đã bị âm. Nếu tôi nói với bạn rằng trong năm 2006, bạn có thể đầu tư ở mức 5,25%, trái phiếu 20 năm và nếu nắm giữ trong vòng 20 năm thì bạn sẽ nhận chính xác 5,25% lợi nhuận. Nếu vậy bạn sẽ phát biểu thế nào? Chẳng có gì! Nếu mua trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ vào giữa năm 2006 và nắm giữ nó đến khi đáo hạn, bạn sẽ nhận được chính xác 5,25% – không hơn không kém – tất cả đều được Bộ Tài chính Mỹ đảm bảo. Tất nhiên, vấn đề ở chỗ nếu bạn thấy cần bán nó trong năm tới, tỷ suất lợi nhuận sẽ là 20% hoặc 0%, hoặc thậm chí sẽ bị lỗ nếu tỷ lệ lãi suất tăng mạnh và giá trái phiếu hiện thời phải giảm xuống để điều chỉnh phù hợp với tỷ lệ lãi suất cao hơn. Tôi nghĩ bạn có thể thấy tại sao độ tuổi và khả năng duy trì chương trình đầu tư không chỉ ảnh hưởng đến mức độ rủi ro bạn có thể chấp nhận, mà còn quyết định tới lượng rủi ro trong bất kỳ chương trình đầu tư cụ thể nào.

Vậy còn hoạt động đầu tư cổ phiếu thường thì sao? Liệu rủi ro trong hoạt động đầu tư cổ phiếu có giảm xuống theo khoảng thời gian mà bạn nắm giữ? Câu trả lời là có. Một lượng lớn (không phải tất cả) rủi ro trong đầu tư cổ phiếu thường có thể được loại bỏ bằng cách chấp nhận một chương trình sở hữu dài hạn và gắn liền với nó trụ vững qua mọi hoàn cảnh (chiến lược mua và nắm giữ đã được thảo luận ở các chương trước).

Sự đối lập của con số đáng giá cả nghìn lời nói, vì vậy tôi có thể giải thích ngắn gọn như sau. Giả sử bạn giữ một danh mục cổ phiếu đa dạng (như chỉ số S&P 500) trong suốt giai đoạn từ 1926-2005, bạn sẽ kiếm được một khoản lợi nhuận trung bình 10,5%. Nhưng phạm vi tác động lại quá lớn. Trong một năm, tỷ suất lợi nhuận từ một danh mục cổ phiếu đặc trưng lớn hơn 52%, trong khi đó, các năm khác lại âm hơn 26%. Rõ ràng không có căn cứ về tỷ suất lợi nhuận tương xứng trong từng năm riêng lẻ. Nếu bạn có tiền để đầu tư trong một năm và muốn chắc chắn rằng sẽ kiếm được lãi, thì chứng khoán Bộ Tài chính Mỹ hoặc chứng chỉ tiền gửi được chính phủ bảo đảm trong một năm sẽ là những hình thức phù hợp với bạn.

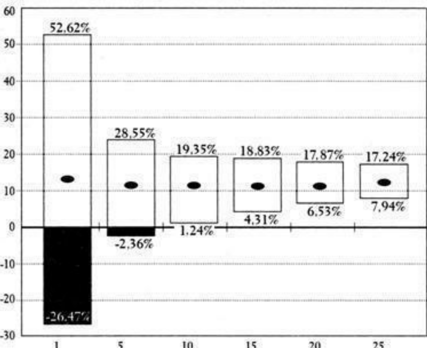
Ph?n trăm

năm năm năm năm năm năm



Biểu đồ 14.1: Tỷ suất lợi nhuận hàng năm của cổ phiếu thường trong

các giai đoạn khác nhau, 1950-2005



Thể hiện tỷ lệ trung bình của thu nhập hàng năm trong nhiều giai đoạn.

Nhưng hãy nhớ bức tranh sẽ thay đổi như thế nào nếu bạn nắm giữ các khoản đầu tư cổ phiếu thường trong 25 năm. Mặc dù lợi nhuận đạt được có khả năng thay đổi, song việc phụ thuộc vào khoảng thời gian chính xác 25 năm có khả năng thay đổi là không lớn. Nói chung, các khoản đầu tư trong khoảng thời gian 25 năm thường tạo ra tỷ suất lợi nhuận gần 10,5%. Tỷ suất lợi nhuận dài hạn ước tính này sẽ giảm khoảng 3 điểm phần trăm nếu bạn đầu tư trong suốt giai đoạn 25 năm tồi tệ tính từ năm 1950. Thực tế cơ bản này khiến quan điểm đầu tư theo vòng đời trở nên quan trọng. *Khoảng thời gian mà bạn nắm giữ các khoản đầu tư càng dài, cổ phần của cổ phiếu thường trong danh mục đầu tư của bạn càng lớn*. Nói chung, bạn chắc chắn sẽ thu được lợi nhuận lớn từ các cổ phiếu thường chỉ khi nắm giữ chúng trong một khoảng thời gian dài, chẳng hạn 20 năm hoặc hơn. Hơn nữa, khoản lợi nhuận này được thu từ chiến lược ổn định về việc *mua và nắm giữ* một danh mục đầu tư đa dạng. Việc chuyển hướng các khoản đầu tư với những nỗ lực vô ích khi lựa chọn thời điểm thị trường sẽ chỉ làm tăng thêm phí cho người môi giới chứng khoán, thêm thuế cho chính phủ và làm hoạt động kém hiệu suất hơn.[38]

Hơn nữa, khoảng thời gian đầu tư của một cá nhân càng dài, cổ phiếu càng có khả năng hoạt động tốt hơn trái phiếu. Trong bất kỳ giai đoạn một năm nào, các quỹ thị trường tiền tệ hoặc trái phiếu đều có 1/3 cơ hội hoạt động tốt hơn cổ phiếu. Nhưng nếu người ta nhìn vào khoảng thời gian nắm giữ trong 20 hoặc 25 năm thì cổ phiếu luôn là kẻ chiến thắng. Thông tin này góp phần củng cố lời khuyên rằng những người trẻ hơn nên có danh mục đầu tư về tài sản cổ phiếu lớn hơn những người cao tuổi.

Cuối cùng, có lẽ lý do quan trọng nhất để các nhà đầu tư nên thận trọng hơn với vấn đề tuổi tác là họ có số năm nhận được thu nhập lao động ít hơn. Do vậy, họ không thể tính đến khoản thu nhập lương để bảo đảm khi thị trường chứng khoán rơi vào giai đoạn ảm đạm. Việc đảo chiều trong thị trường chứng khoán có thể trực tiếp ảnh hưởng đến chất lượng cuộc sống của họ, và lợi nhuận ổn định hơn – thậm chí nhỏ hơn – từ trái phiếu mang lại cơ hội đầu tư tin cậy hơn. Do vậy, cổ phiếu nên đóng một vai trò nhỏ trong danh mục đầu tư tài sản của họ.

3. Phương pháp bình quân giá chi phí đô-la có thể giảm thiểu rủi ro đầu tư đối với cổ phiếu và trái phiếu

Nếu giống như hầu hết mọi người, bạn xây dựng danh mục đầu tư chậm rãi theo thời gian với

khoản tiết kiệm lớn dần lên, bạn sẽ tận dụng được việc bình quân giá chi phí đô-la. Phương pháp này đã gây rất nhiều tranh cãi, song nó có thể giúp bạn tránh được rủi ro khi đặt toàn bộ tiền vốn vào thị trường cổ phiếu hoặc trái phiếu sai thời điểm.

Đừng lo lắng vì tên gọi nghe có vẻ trừu tượng này. Bình quân giá chi phí đô-la thực ra chỉ đơn giản là việc đầu tư cùng một khoản tiển cố định vào, chẳng hạn, cổ phần của một số quỹ tương hỗ theo định kỳ – có thể một tháng hoặc một quý – trong một giai đoạn dài. Các khoản đầu tư định kỳ với lượng tiền bằng nhau được rót vào cổ phiếu thường có thể làm giảm (chứ không phải tránh) các rủi ro về đầu tư vốn cổ phần bằng cách đảm bảo rằng toàn bộ danh mục đầu tư cổ phiếu sẽ không bị mua với giá lạm phát tạm thời. Nhà đầu tư thực hiện các khoản đầu tư với lượng vốn bằng nhau sẽ mua ít cổ phần hơn khi giá cao và mua nhiều hơn khi giá thấp. Theo bảng dưới đây, chi phí bình quân trên cổ phần thấp hơn so với chi phí bình quân của giá cổ phần trong suốt giai đoạn đầu tư.

Trong ví dụ này, tôi giả sử mỗi giai đoạn bạn đóng 150 đô-la vào một quỹ tương hỗ có giá dao động trong khoảng từ 25-75 đô-la. Với quá trình bình quân giá chi phí đô-la, bạn mua được 11 cổ phần với giá 50 đô-la/cổ phần và có tổng giá trị thị trường là 550 đô-la. Bạn chỉ đầu tư 450 đô-la trong tất cả các giai đoạn. Nói cách khác, chi phí bình quân cổ phần của bạn (450 đô-la/11 = 40,91 đô-la) thấp hơn giá thị trường trung bình (50 đô-la) trong suốt giai đoạn chúng được tích lũy. Như vậy, bạn sẽ kiếm được tiền bất chấp mức giá trung bình mà bạn mua giống với mức giá hiện tại. Sở dĩ được như vậy là vì bạn mua nhiều cổ phần hơn khi giá rẻ và ít hơn khi giá đắt.

Bảng 14.2: Ví dụ về phương pháp bình quân giá chi phí tính bằng đô-la

Giai đoạn	*Đầu tư*	*Giá cổ phần quỹ đầu tư*	*Số cổ phần được mua*
1	150 đô-la	75 đô-la	2
2	150	25	6
3	150	50	3
Tổng chi phí	450 đô-la		
Giá trung bình		50 đô-la	
Tổng cổ phần sở hữu			11

Chi phí bình quân: khoảng 41 đô-la

Đừng nghĩ rằng phương pháp bình quân giá chi phí đô-la sẽ giải quyết mọi vấn đề đầu tư của bạn. Không kế hoạch nào có thể bảo vệ bạn thoát khỏi những tổn thất về giá trị thị trường trong suốt giai đoạn thị trường chứng khoán suy giảm. Và một đặc điểm quan trọng của kế hoạch là bạn có cả tiền mặt và động lực để tiếp tục đầu tư vào thị trường giá xuống đều đặn

cũng như khi thị trường hoạt động tốt. Sau sự sụt giảm mạnh mẽ của thị trường, nếu bạn mua một số cổ phần, thì dù bạn có bi quan như thế nào (như tất cả mọi người cũng vậy), dù tin tức tài chính và tin tức thế giới có tệ ra sao, bạn cũng không được ngắt quãng tính tự động của kế hoạch, nếu không bạn sẽ đánh mất khoản lời quan trọng.

Mặt hạn chế của phương pháp bình quân giá chi phí đô-la là nếu bạn mua ít thì phí hoa hồng môi giới tương đối cao, thậm chí ngay cả khi bạn có người môi giới chiết khấu. Vì vậy, bạn nên mua số lượng lớn cổ phiếu trong khoảng thời gian dài. Chẳng hạn, sẽ rẻ hơn khi mua 150 đô-la cổ phiếu mỗi quý, hoặc 300 đô-la nửa năm một thay vì đầu tư 50 đô-la mỗi tháng. Dĩ nhiên, nếu bạn đầu tư vào một quỹ tương hỗ không thu phí (như tôi đã đưa ra trong ví dụ) thì đó không còn là vấn đề. Bạn có thể đầu tư một khoản ít, chẳng hạn 50 đô-la/ tháng, vào hầu hết các quỹ không thu phí mà không mất khoản phí môi giới nào. Một cách khác để tận dụng các ưu thế của phương pháp bình quân giá chi phí đô-la là kết hợp các chương trình tái đầu tư cổ tức của một số công ty. Bạn có thể mua cổ phần với phí môi giới bằng không hoặc rất nhỏ, và một số công ty thậm chí còn định giá cổ phần với mức chiết khấu dành cho cổ đông – những người tái đầu tư cổ tức của mình.

Điểm bất lợi của phương pháp bình quân giá chi phí đô-la, như các chuyên gia kinh tế đã nhấn mạnh, là nó không thể mang lại mức lợi nhuận cao nhất cho nhà đầu tư nào chỉ nhận được số tiền trả trọn một lần. Thực tế, việc đặt tất cả tiền vào thị trường chứng khoán mang lại rủi ro sẽ khiến các quỹ tiến hành đầu tư ngay trước khi có sự điều chỉnh lớn trong thị trường, và nhà đầu tư sẽ phải hối tiếc. Nhà đầu tư không chỉ mất tiền mà còn cảm thấy mình trở thành kẻ ngốc. Các nhà nghiên cứu hành vi đã nhấn mạnh rằng kinh nghiệm này sẽ khiến họ tránh xa thị trường chứng khoán suốt đời. Nếu nhà đầu tư có kế hoạch đầu tư một khoản tiền vào các khoảng thời gian định kỳ, họ sẽ không cảm thấy quá tệ khi lần đầu tư đầu tiên không mang lại lợi nhuận. Nhưng vì thị trường chứng khoán đi theo xu hướng giá lên dài hạn, nên có thể việc đầu tư các khoản tiền bằng nhau mỗi tháng trong khoảng thời gian 24 tháng, thì các khoản đầu tư sẽ có mức giá trung bình cao hơn so với khi đầu tư trọn gói trong một lần. Tất nhiên, với hầu hết những người tích lũy chương trình đầu tư thông qua kế hoạch nghỉ hưu hoặc thông qua tiết kiệm định kỳ với IRA, phương pháp bình quân giá chi phí đô-la sẽ được tự động thực hiện. Với hầu hết mọi người, vấn đề thực tế là liệu họ có sẵn sàng tiếp tục chương trình đầu tư cổ phiếu thường trong suốt giai đoạn thị trường suy giảm hay không, khi mà tâm lý bi quan tràn ngập khắp nơi. Tất nhiên chương trình sẽ không mang lại lợi ích nếu các nhà đầu tư không thể tiếp tục khi thị trường suy giảm.

Để chỉ rõ những lợi ích của phương pháp bình quân giá chi phí đô-la, chúng ta hãy chuyển từ lý thuyết sang thực tế. Bảng sau đây sẽ đưa ra các kết quả (không tính đến thuế) của một khoản đầu tư ban đầu là 500 đô-la, được thực hiện trong ngày 1/1/1978, và sau đó là 100 đô-la/tháng, vào các cổ phần của quỹ tương hỗ Vanguard 500 Index.

Bảng 14.3: Minh họa phương pháp bình quân giá chi phí đô-la với quỹ Vanguard 500 Index

Hết năm Ngày 31/12	Tổng chi phí của các khoản đầu tư tích lũy (đô-la)	Tổng giá trị của các cổ phần thu được (đô-la)

1978	1.600	1.657
1979	2.800	3.241
1980	4.000	5.680
1981	5.200	6.564
1982	6.400	9.386
1983	7.600	12.639
1984	8.800	14.705
1985	10.000	20.665
1986	11.200	25.634
1987	12.400	27.901
1988	13.600	33.691
1989	14.800	45.584
1990	16.000	45.283
1991	17.200	60.301
1992	18.400	66.049
1993	19.600	73.833
1994	20.800	75.914
1995	22.000	105.718
1996	23.200	131.238
1997	24.400	176.147
1998	25.600	227.928
1999	26.800	277.285
2000	28.000	253.298
2001	29.200	224.018
2002	30.400	175.498
2003	31.600	226.918
2004	32.800	252.583

2005	34.000	265.894
2006*	34.300	277.315

500 đô-la đầu tư ban đầu vào tháng 1/1978, sau đó là 100 đô-la đầu tư hàng tháng. Tất cả cổ tức và lãi vốn đều được tái đầu tư.

* Ngày 31/3/2006.

Tất nhiên không ai có thể đảm bảo rằng 30 năm tiếp theo sẽ mang lại mức lợi nhuận như các giai đoạn trước. Song bảng trên đây đã chỉ ra rằng nếu kiên trì thực hiện chương trình bình quân giá chi phí đô-la thì lợi nhuận tiềm năng là rất lớn. Nhưng hãy nhớ, do xu hướng giá lên dài hạn trong giá cổ phiếu thường nên phương pháp này chưa hẳn thích hợp nếu bạn phải đầu tư một khoản tiền trọn gói nhiều như tài sản thừa kế.

Nếu có thể, hãy giữ một khoản dự trữ nhỏ (trong một quỹ tiền tệ) để tận dụng thời điểm thị trường suy giảm và mua thêm một số cổ phần nếu thị trường giảm mạnh. Tôi không khuyên bạn cố gắng dự đoán thị trường. Tuy nhiên, thời điểm mua lý tưởng là sau khi thị trường sụt giảm đến mức đáy và không ai nghĩ rằng nó sẽ tăng trở lại. Giống như sự mong đợi và lòng tham khi lớn dần lên tạo ra các bong bóng đầu cơ, tâm lý bi quan và thất vọng cũng góp phần gieo rắc các cơn hoảng loạn trên thị trường. Các cơn hoảng loạn lớn nhất trên thị trường cũng chỉ vô căn cứ như các vụ bùng nổ đầu cơ vô lý nhất. Dù ảm đạm như thế nào, mọi chuyện đều sẽ dần tốt lên. Đối với thị trường chứng khoán nói chung, định luật của Newton luôn đi theo chiều hướng ngược lại: Những thứ đi xuống chắc chắn sẽ đi lên. Nhưng điều này không nhất thiết đúng với các cổ phiếu riêng lẻ, mà chỉ đúng với thị trường nói chung.

4. Tái cân bằng có thể giảm rủi ro đầu tư và tăng lợi nhuận

Một phương pháp đầu tư rất đơn giản được gọi là tái cân bằng có thể giảm rủi ro đầu tư và, trong một số trường hợp, thậm chí tăng lợi nhuận đầu tư. Phương pháp này đơn giản là chuyển danh mục đầu tư tài sản với nhiều nhóm tài sản khác nhau (như cổ phiếu và trái phiếu) sang danh mục đầu tư phù hợp với độ tuổi và thái độ, khả năng chịu đựng rủi ro của bạn. Giả sử bạn quyết định danh mục đầu tư của mình phải gồm 60% cổ phiếu và 40% trái phiếu; khi mới bắt đầu chương trình đầu tư, bạn chia nguồn vốn cho hai nhóm này theo tỷ lệ trên. Nhưng sau một năm, bạn thấy giá cổ phiếu giảm mạnh trong khi trái phiếu tăng, vậy nên danh mục hiện giờ là 70% cổ phiếu và 30% trái phiếu. Tỷ lệ 70-30 tỏ ra mạo hiểm hơn so với khả năng chịu đựng rủi ro của bạn. Phương pháp tái cân bằng sẽ chào bán một số cổ phiếu (hoặc cổ phiếu các quỹ tương hỗ) và mua trái phiếu để quay lại tỷ lệ 60-40.

Bảng dưới đây cho thấy kết quả của chiến lược tái cân bằng trong 10 năm, kết thúc vào tháng 12/2005. Giả sử nhà đầu tư chọn tỷ lệ 60% cổ phiếu, 40% trái phiếu. Hàng năm (không quá một lần), tỷ lệ sẽ trở lại vị trí 60 - 40. Các khoản đầu tư vào các quỹ đầu tư chỉ số chi phí thấp. Bảng chỉ ra rằng khả năng biến động của giá trị thị trường trong danh mục đầu tư được giảm đáng kể bởi chiến lược tái cân bằng. Hơn nữa, tái cân bằng giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận trung bình năm của danh mục đầu tư. Nếu không tái cân bằng, lợi nhuận của danh mục đầu tư sẽ là 8,08% trong suốt cả thập kỷ. Tái cân bằng cải thiện tỷ suất lợi nhuận hàng năm lên tới

8,46%.

Bảng 14.4: Tầm quan trọng của chiến lược tái cân bằng, 1/1996-12/2005

Trong suốt thập kỷ này, một danh mục đầu tư được tái cân bằng hàng năm mang lại mức lợi nhuận cao hơn và ít biến động hơn.

	Lợi nhuận trung bình năm	Rủi ro (biến động)*
60% Russell 3000/40% trái phiếu LB tái cân bằng hàng năm	8,46%	9,28
60% Russell 3000/40% trái phiếu LB không tái cân bằng	8,08	10,05

* Độ lệch chuẩn của lợi nhuận.

Thuật giả kim nào khiến nhà đầu tư theo chiến lược tái cân bằng được tăng tỷ suất lợi nhuận cuối mỗi năm? Hãy xem xét lại những gì xảy ra với thị trường chứng khoán trong 10 năm qua. Cuối năm 1999, thị trường chứng khoán chứng kiến một bong bóng chưa từng có trong lịch sử và giá trị vốn cổ phần tăng vọt. Nhà đầu tư thực hiện tái cân bằng không có khái niệm rằng mức đỉnh của thị trường đã đến gần, nhưng họ thấy tỷ lệ vốn cổ phần trong danh mục đầu tư tăng lên quá mức 60%. Do vậy, họ đã bán đủ số vốn cổ phần (và mua đủ số trái phiếu) để quay trở lại mức ban đầu. Sau đó, vào năm 2002, ở mức đáy của thị trường giá xuống đối với cổ phiếu (và sau khi thị trường trái phiếu tăng mạnh), họ thấy rằng tỷ lệ cổ phiếu dưới mức 60% và trái phiếu trên mức 40%. Nhờ thực hiện chiến lược tái cân bằng, họ đã bán trái phiếu và mua cổ phiếu. Chúng ta đều mong có được một vị thần linh báo mộng để “mua rẻ, bán đắt”. Tái cân bằng lại một cách có hệ thống là phương pháp giúp chúng ta tiếp cận gần nhất với vị thần này. Trong một thập kỷ, từ 1996-2005, các nhà đầu tư đi theo chiến lược này vừa giảm được rủi ro, vừa gia tăng lợi nhuận trung bình của danh mục đầu tư.

5. Phân biệt giữa thái độ và khả năng chịu đựng rủi ro

Như tôi đã nói ở đầu chương, hình thức đầu tư thích hợp phụ thuộc phần lớn vào nguồn thu nhập nằm ngoài đầu tư. Khả năng kiếm tiền nằm ngoài các khoản đầu tư của bạn, do đó khả năng chịu đựng rủi ro luôn gắn liền với độ tuổi. Ba ví dụ sau sẽ làm rõ vấn đề này.

Mildred G. là một góa phụ 64 tuổi. Bà buộc lòng phải từ bỏ công việc y tá vì căn bệnh viêm khớp của bà ngày càng trầm trọng. Ngôi nhà khiêm tốn của bà ở Homewood, Illinois vừa bị cầm cố. Mặc dù tỷ lệ thế chấp nhà được thực hiện trước đây khá thấp, bà vẫn phải trả một khoản đáng kể hàng tháng. Ngoài số tiền bảo hiểm xã hội được trả hàng tháng, Mildred sống dựa vào nguồn lợi nhuận từ hợp đồng bảo hiểm trị giá 250 nghìn đô-la mà bà được hưởng và danh mục đầu tư gồm các cổ phiếu tăng trưởng thấp trị giá 50 nghìn đô-la đã được tích lũy trong nhiều năm mà chồng bà để lại.

Rõ ràng khả năng chịu đựng rủi ro của Mildred bị hạn chế vì tình hình tài chính. Bà không còn nhiều thời gian và lẫn sức khỏe để gia tăng thu nhập nằm ngoài danh mục đầu tư. Hơn nữa, bà còn phải gánh chi phí cố định từ khoản thế chấp. Một danh mục đầu tư an toàn có thể tạo ra nguồn thu nhập ổn định là thứ phù hợp nhất với Mildred. Trái phiếu và cổ phiếu trả cổ tức cao, từ quỹ đầu tư chỉ số của các công ty ủy thác đầu tư bất động sản, là phương án đầu tư thích hợp. Các cổ phiếu rủi ro (không trả cổ tức thường xuyên) của các công ty có mức tăng trưởng thấp – dù có mức giá hấp dẫn đến đâu – đều không phù hợp với danh mục đầu tư của Mildred.

Tiffany B. là một người độc thân, đầy tham vọng và mới 26 tuổi. Cô vừa hoàn thành khóa học MBA tại trường kinh doanh thuộc Đại học Stanford và bước vào khóa huấn luyện tại Ngân hàng Mỹ. Cô vừa nhận được khoản thừa kế 50 nghìn đô-la từ bà nội. Mục đích của cô là xây dựng một danh mục đầu tư hợp lý để sau này có thể mua một căn nhà và để dành tiền dự trữ lúc về hưu.

Đối với Tiffany, cô có thể thực hiện một danh mục đầu tư "của nữ doanh nhân trẻ đầy tham vọng". Cô có thời gian lẫn khả năng thu nhập để duy trì chất lượng cuộc sống trong trường hợp phải đối mặt với bất kỳ tổn thất tài chính nào. Mặc dù tính cách của Tiffany sẽ quyết định khả năng mạo hiểm mà cô có thể chấp nhận, song rõ ràng danh mục đầu tư của Tiffany thuộc về các cổ phiểu mang tính rủi ro – lợi nhuận. Danh mục đầu tư với các cổ phiếu tăng trưởng thấp sẽ thích hợp với Tiffany hơn là một người đã 64 tuổi và không còn khả năng lao động.

Carl P. – quản đốc 43 tuổi của nhà máy sản xuất General Motors tại Pontiac, Michigan – kiếm được hơn 70 nghìn đô-la một năm. Vợ của anh, Joan, có thu nhập 12.500 đô-la từ công việc bán mỹ phẩm Avon. Họ có 4 người con, tuổi từ 6-15. Carl và Joan muốn các con đều được học đại học. Họ thấy các trường đại học tư vượt quá khả năng của mình, nhưng lại hy vọng chương trình đào tạo ở Đại học Michigan danh tiếng sẽ phù hợp. Thật may mắn, Carl có khoản tiết kiệm thường xuyên thông qua kế hoạch tiết kiệm tiền lương của GM và đã chọn cổ phiếu GM cho kế hoạch này. Anh hiện có số cổ phiếu GM trị giá 219 nghìn đô-la. Anh không có tài sản nào khác nhưng đã trả gần hết tiền thế chấp cho ngôi nhà khiêm tốn của mình.

Carla và Joan có thể đáp ứng các nhu cầu tài chính của mình. Tuy nhiên, danh mục đầu tư của họ lại bất hợp lý nhất, đặc biệt nếu xét đến nguồn thu nhập chính. Thứ nhất, danh mục đầu tư không đa dạng. Một thay đổi bất lợi làm mất giá trị cổ phiếu thường của GM sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị của danh mục đầu tư. Họ không thể dựa vào các cổ phiếu thường hoặc các loại chứng khoán khác. Hơn nữa, một thay đổi tiêu cực nghiêm trọng của GM cũng sẽ ảnh hưởng đến cuộc sống của Carl. Không phải "nếu General Motors sụp đổ thì đất nước cũng sụp đổ" như cựu giám đốc điều hành của hãng từng phát biểu, nhưng rõ ràng nếu GM sụp đổ thì khối tài sản của Carl và Joan sẽ tan tành. Một cơn suy thoái nghiêm trọng trong ngành công nghiệp ôtô Mỹ cũng có thể khiến Carl phải gánh chịu hai tai họa – Carl sẽ mất việc và mất cả danh mục đầu tư. Danh mục đầu tư của Carl và Joan phải được đa dạng hóa hơn, đồng thời không chứa đựng những rủi ro gắn liền với nguồn thu nhập chính của Carl. Hãy ghi nhớ bài học từng xảy ra với rất nhiều nhân viên của Enron. Họ không chỉ mất việc mà còn mất cả khoản tiết kiệm bằng cổ phiếu Enron khi hãng sụp đổ.

Ba hướng dẫn để lập một kế hoạch đầu tư theo vòng đời

Tiếp theo sẽ là những hướng dẫn để đầu tư theo vòng đời. Chúng ta sẽ thấy một số quy tắc hữu

ích đối với hầu hết mọi người ở các giai đoạn khác nhau trong cuộc đời. Ở phần tiếp theo, tôi sẽ tổng kết chúng thành một hướng dẫn đầu tư. Tất nhiên, không hướng dẫn nào có thể áp dụng trong mọi trường hợp, cũng như không có một môn thể thao nào phù hợp với tất cả các đội chơi. Bất kỳ trò chơi nào cũng có một số thay đổi để phù hợp với các tình huống khác nhau. Phần này sẽ xem xét ba hướng dẫn tổng quan giúp bạn lập một kế hoạch phù hợp.

1. Các nhu cầu nhất định đòi hỏi các tài sản nhất định

Hãy luôn ghi nhớ: Một nhu cầu nhất định phải được đáp ứng bởi các tài sản nhất định. Giả sử chúng ta lập kế hoạch đầu tư cho đôi vợ chồng trẻ ở độ tuổi 20 đang cố gắng để dành một khoản tiết kiệm khi nghỉ hưu. Lời khuyên hướng dẫn đầu tư theo vòng đời sau đây chắc chắn phù hợp với các mục tiêu dài hạn của họ. Nhưng hãy giả sử cặp đôi này cần 30 nghìn đô-la tiền mặt để mua nhà trong một năm. Để có được khoản tiền này, họ sẽ phải đầu tư vào một chứng khoán an toàn, đáo hạn tại thời điểm cần đến khoản tiền này, chẳng hạn như chứng chỉ tiền gửi một năm. Tương tự, nếu các khoản học phí đại học cần đến trong 3, 4, 5 và 6 năm, khoản tiền sẽ phải được đầu tư vào chứng khoán không có phiếu lãi, đáo hạn khi cần đến hoặc một chứng chỉ tiền gửi khác.

2. Xác định khả năng chịu đựng rủi ro

Đến nay, việc điều chỉnh cá nhân lớn nhất theo các hướng dẫn đề cập đến thái độ của bạn với rủi ro. Vì lý do này, việc lập một kế hoạch tài chính thành công là nghệ thuật, chứ không hẳn là một môn khoa học. Các hướng dẫn chung có thể thật sự hữu ích khi xác định thành phần trong quỹ đầu tư của một người nên gồm những gì trong số các loại tài sản khác nhau. Nhưng chìa khóa để xác định loại tài sản nào phù hợp với bạn là liệu bạn có thể ngủ an giấc không. Khả năng chịu đựng rủi ro là một khía cạnh quan trọng của bất kỳ kế hoạch tài chính nào, do đó bạn phải đánh giá thái độ của mình đối với rủi ro. Bạn có thể thấy được an ủi khi thực tế là rủi ro trong đầu tư cổ phiếu thường và trái phiếu dài hạn sẽ giảm đi nếu thời gian bạn tích lũy và nắm giữ các khoản đầu tư càng dài. Nhưng bạn phải sẵn sàng chấp nhận những biến động bất thường tạm thời khá lớn trong giá trị danh mục đầu tư của mình. Bạn sẽ cảm thấy thế nào nếu thị trường giảm gần 600 điểm khi được mở cửa lại sau ngày 11/9/2001? Nếu bạn hoảng loạn và phát ốm vì phần lớn danh mục đầu tư của bạn là đổ vào cổ phiếu thường, rõ ràng bạn nên giảm tỷ lệ đầu tư cổ phiếu trong chương trình đầu tư của mình. Do vậy, những cân nhắc về cảm xúc cá nhân cũng đóng vai trò quan trọng trong việc phân bổ tài sản mà bạn có thể chấp nhận và bạn sẽ không dính vào những trường hợp đề cập trên đây khi xét đến thái độ căm ghét rủi ro.

3. Kiên trì tiết kiệm một khoản nhất định, dù khoản tiền được trả nhỏ thế nào

Đây là điều kiện cuối cùng trước khi trình bày hướng dẫn phân bổ tài sản. Bạn sẽ làm gì nếu ngay lúc này không có các tài sản để phân bổ? Rất nhiều người có điều kiện giới hạn tin rằng không thể tạo dựng được một khoản tiết kiệm đủ lớn. Các khoản tích lũy có ý nghĩa đối với kế hoạch tiết kiệm nghỉ hưu, chẳng hạn 50 nghìn đô-la hoặc 100 nghìn đô-la, dường như hoàn toàn ngoài tầm với. Đừng tuyệt vọng! Một chương trình tiết kiệm thường xuyên mỗi tuần – kiên trì thực hiện, như thông qua kế hoạch tiết kiệm tiền lương – có thể tạo ra khoản tiền lớn đúng lúc. Bạn có thể tiết kiệm 23 đô-la mỗi tuần? Hoặc 11,5 đô-la một tuần? Nếu có thể, khả năng nhận được một khoản tiền lớn vào phút cuối hoàn toàn có thể trở thành hiện thực nếu

bạn còn làm việc nhiều năm nữa.

Bảng sau đây trình bày kết quả từ một chương trình tiết kiệm thường xuyên với 100 đô-la một tháng. Lãi suất ở mức 8% được coi là tỷ lệ đầu tư. Cột cuối cùng là tổng giá trị có thể nhận được sau từng khoảng thời gian.[39] Rõ ràng, nếu thường xuyên tiết kiệm một khoản dù nhỏ thì nó có thể mang lại tổng số tiền lớn, ngay cả với những người bắt đầu mà không có khoản tiết kiệm nào. Nếu bạn có thể dành vài nghìn đô-la vào một quỹ tiết kiệm để bắt đầu, khoản tiền cuối cùng sẽ được tăng đáng kể.

Bảng 14.5: Cách thức xây dựng các quỹ hưu trí

Chuyện gì xảy ra với khoản đầu tư 100 đô-la mỗi tháng, kiếm được 8% tổng lợi nhuận hàng tháng

Năm	*Khoản đầu tư tích lũy (đô-la)*	*Thu nhập hàng năm (đô-la)*	*Thu nhập tích lũy (đô-la)*	*Tổng giá trị (đô-la)*
1	1.200	53	53	1.253
2	2.400	157	210	2.610
3	3.600	270	480	4.080
4	4.800	392	872	5.672
5	6.000	524	1.396	7.396
10	12.000	1.368	6.414	18.414
20	24.000	4.501	35.284	59.284
30	36.000	11.422	113.594	149.594

Nếu bạn chỉ có thể tiết kiệm 50 đô-la mỗi tháng – nhiều hơn một chút so với 11,5 đô-la một tuần, hãy chia các con số trong bảng trên làm đôi; nếu có thể tiết kiệm 200 đô-la mỗi tháng thì nhân đôi lên. Bạn sẽ cần phải có các quỹ tương hỗ không thu phí để tích lũy tiền tiết kiệm vì đầu tư trực tiếp các khoản tiền nhỏ sẽ rất tốn kém. Đồng thời, các quỹ tương hỗ cho phép tái đầu tư lãi suất, hoặc cổ tức và khoản lãi vốn như được trình bày ở bảng trên. Cuối cùng, hãy đảm bảo bạn đã kiểm tra xem ông chủ có một kế hoạch tiết kiệm phù hợp không. Rõ ràng, nếu tiết kiệm thông qua kế hoạch tiết kiệm tiền lương được công ty hỗ trợ thì bạn có thể thực hiện việc tiết kiệm với sự đóng góp từ phía công ty và được giảm thuế, như vậy khoản tiết kiệm của bạn sẽ tăng nhanh hơn nhiều.

Hướng dẫn đầu tư theo vòng đời

Các biểu đồ 14.2 trình bày tổng quan về hướng dẫn đầu tư theo vòng đời. Trong Kinh Talmud

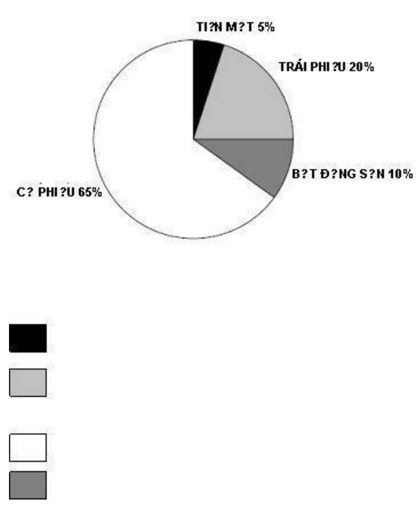
của người Do Thái, Rabbi Isacc đã nói rằng một người nên chia của cải của mình làm ba phần: một phần ở đất đai, một phần ở công việc kinh doanh và một phần nằm trong tay (dưới một hình thức chắc chắn). Việc phân bổ tài sản như vậy gần như chính xác, nhưng chúng ta có thể cải thiện lời khuyên cổ xưa này bởi ngày nay có các công cụ khác tốt hơn và sự đánh giá cân nhắc tốt hơn để việc phân bổ tài sản phù hợp với từng người. Tư tưởng chung ẩn sau những lời gợi ý được đưa ra chi tiết trên đây. Với những người ở độ tuổi 20, một danh mục đầu tư linh hoạt là điều nên làm. Ở độ tuổi này, họ có rất nhiều thời gian để vượt qua những thành công và thất bại trong vòng đầu tư, và bạn có thể kiếm được thu nhập từ những công việc trong tương lai. Danh mục đầu tư không chỉ nặng với các cổ phiếu thường mà còn phải chứa một phần lớn các cổ phiếu quốc tế, bao gồm các thị trường mới nổi nhiều rủi ro. Như đã đề cập ở Chương 8, ưu thế quan trọng của việc đa dạng hóa theo hướng quốc tế là biện pháp giảm rủi ro. Vì các chu kỳ của hoạt động kinh tế giữa các quốc gia không hoàn toàn liên quan đến nhau, một danh mục đầu tư được đa dạng hóa theo hướng quốc tế sẽ tạo ra nguồn lợi nhuận ổn định từ năm này sang năm khác hơn là chỉ đầu tư vào các cổ phiếu trong nước. Thêm vào đó, việc đa dạng hóa này cho phép nhà đầu tư tiếp cận với các khu vực phát triển trên thế giới.

Khi nhà đầu tư nhiều tuổi hơn, họ nên bắt đầu giảm bớt các khoản đầu tư mạo hiểm và tăng số lượng danh mục đầu tư với các cổ phiếu và trái phiếu mang lại khoản cổ tức hậu hĩnh như các quỹ đầu tư tín thác bất động sản (REIT). Ở độ tuổi 55, nhà đầu tư nên bắt đầu nghĩ đến việc chuyển tiếp sang giai đoạn nghỉ hưu và chuyển danh mục đầu tư theo hướng tạo thu nhập. Tỷ lệ trái phiếu tăng và danh mục đầu tư cổ phiếu vừa phải hơn, tạo thu nhập và ít định hướng phát triển hơn. Khi nghỉ hưu, một danh mục đầu tư với nhiều trái phiếu sẽ là phù hợp. Quy tắc chung thường là tỷ lệ trái phiếu trong danh mục đầu tư nên cân xứng với độ tuổi. Tuy nhiên, thậm chí ở độ tuổi gần 70, tôi nghĩ 35% danh mục đầu tư gắn với cổ phiếu thường, 15% gắn với chứng khoán bất động sản (thuộc REIT) nhằm tăng thu nhập để đương đầu với lạm phát. Thực tế, vì tuổi thọ trung bình đã tăng đáng kể từ khi tôi mới trình bày việc phân bổ tài sản từ thập niên 1980, tôi đã phải tăng tỷ lệ cổ phiếu theo đó.

Với hầu hết mọi người, tôi đề nghị sử dụng các quỹ chỉ số chứng khoán trên diện rộng, thay vì các cổ phiếu riêng lẻ trong danh mục đầu tư. Đó là vì hai lý do. Thứ nhất, hầu hết mọi người không có đủ vốn để đa dạng hóa hợp lý. Rõ ràng, nếu đủ tiền để tự mua danh mục cổ phiếu, thì bạn nên làm vậy. Thứ hai, tôi thấy hầu hết những người trẻ tuổi không có nhiều tài sản và phải tích lũy danh mục đầu tư bằng các khoản đầu tư hàng tháng. Điều này khiến các quỹ tương hỗ trở nên cần thiết. Bạn không cần phải sử dụng các quỹ chỉ số như tôi đề nghị, nhưng hãy đảm bảo bất kỳ quỹ tương hỗ nào bạn mua đều không thu phí và phải an toàn, tạo ra các khoản thu nhập về sau.

Bạn cũng sẽ thấy rằng trong lời khuyên của tôi bao gồm cả bất động sản. Tôi từng nói rằng mọi người nên cố gắng sở hữu một ngôi nhà của riêng mình. Tôi tin rằng mọi người nên sở hữu nhiều bất động sản và, do vậy, một vài phần trong số tài sản họ sở hữu nên thuộc REIT, như được mô tả trong Chương 12. Đối với vấn đề nắm giữ trái phiếu, hướng dẫn khuyến khích các trái phiếu chịu thuế. Tuy nhiên, nếu bạn thuộc nhóm chịu thuế cao nhất và sống ở bang có mức thuế cao như New York, đồng thời trái phiếu không có mặt trong kế hoạch nghỉ hưu, thì tôi đề nghị bạn sử dụng các quỹ tiền tệ miễn thuế và các quỹ trái phiếu của bang, như vậy bạn sẽ không phải chịu thuế của bang và liên bang.

Biểu đồ 14.2: Hướng dẫn đầu tư theo vòng đời
Các tài sản được đề nghị hoặc việc phân bổ các khoản tiết kiệm



Biểu đồ 14.2a: Độ tuổi 20-30

Phong cách sống: Nhanh, quyết liệt. Có nguồn thu nhập ổn định, khả năng chịu đựng rủi ro cao. Cần có kỷ luật trong việc tiết kiệm tiền lương.

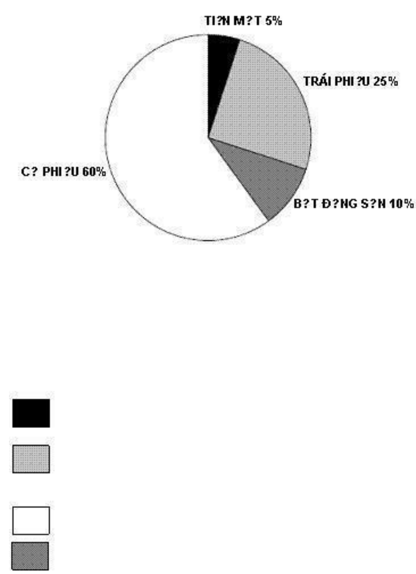
Tiền mặt (5%): quỹ thị trường tiền tệ hoặc quỹ trái phiếu ngắn hạn (thời gian đáo hạn trung bình từ 1-1,5 năm).

Trái phiếu (20%): trái phiếu Bộ Tài chính không có phiếu lãi, quỹ trái phiếu cấp cao không thu phí, một số chứng khoán chống lạm phát của Bộ Tài chính (5% trong danh mục).*

Cổ phiếu (65%): 2/3 đầu tư vào cổ phiếu Mỹ với nhiều công ty nhỏ hơn, 1/3 cổ phiếu quốc tế,

bao gồm các thị trường mới nổi.

Bất động sản (10%): danh mục đầu tư với các REIT.



Biểu đồ 14.2b: Độ tuổi: cuối 30 - đầu 40[A7]

Phong cách sống: Khủng hoảng tuổi trung niên. Với những gia đình không có con, khả năng chịu rủi ro vẫn cao. Đối với những người phải chịu các khoản chi phí đại học thì không có

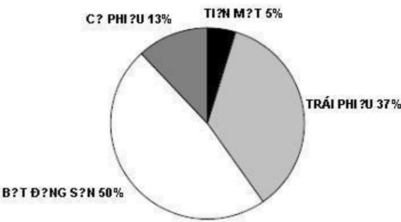
quyền lựa chọn rủi ro.

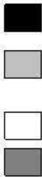
Tiền mặt (5%): quỹ thị trường tiền tệ hoặc quỹ trái phiếu ngắn hạn (thời gian đáo hạn trung bình từ 1-1,5 năm).

Trái phiếu (25%): trái phiếu Bộ tài chính không có phiếu lãi, quỹ trái phiếu cấp cao không thu phí, một số chứng khoán chống lạm phát của Bộ Tài chính (5% trong danh mục đầu tư).*

Cổ phiếu (60%): 2/3 đầu tư vào cổ phiếu trong nước với nhiều công ty nhỏ hơn, 1/3 cổ phiếu quốc tế, bao gồm các thị trường mới nổi.

Bất động sản (10%): danh mục đầu tư với các REIT.





Biểu đồ 14.2c: Độ tuổi 40-50

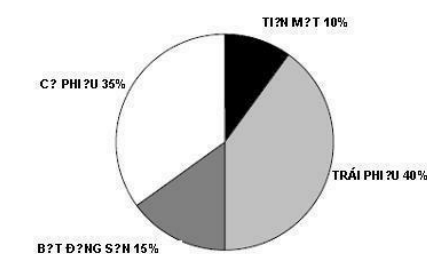
Phong cách sống: Có thể vẫn chịu ảnh hưởng về học phí đại học. Dù lối sống thế nào, độ tuổi này phải bắt đầu nghĩ đến việc nghỉ hưu và bảo vệ nguồn thu nhập.

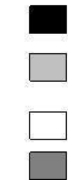
Tiền mặt (5%): quỹ thị trường tiền tệ hoặc trái phiếu ngắn hạn (thời gian đáo hạn trung bình từ 1-1,5 năm).

Trái phiếu (37,5%): trái phiếu Bộ tài chính không có phiếu ghi lãi, quỹ trái phiếu cấp cao không thu phí, một số chứng khoán chống lạm phát của Bộ Tài chính (5% trong danh mục đầu tư).*

Cổ phiếu (50%): 2/3 đầu tư vào cổ phiếu trong nước với nhiều công ty nhỏ hơn, 1/3 cổ phiếu quốc tế, bao gồm các thị trường mới nổi.

Bất động sản (12,5%): danh mục đầu tư với các REIT.





Biểu đồ 14.2d: Độ tuổi từ cuối độ tuổi 60 trở lên

Phong cách sống: Hưởng thụ cuộc sống nghỉ ngơi nhưng cũng phải đảm bảo chi phí để bảo vệ sức khỏe. Chịu đựng ít hoặc không chịu được rủi ro.

Tiền mặt (10%): quỹ thị trường tiền tệ hoặc trái phiếu ngắn hạn (thời gian đáo hạn trung bình từ 1-1,5 năm).

Trái phiếu (40%): trái phiếu Bộ Tài chính không có phiếu ghi lãi, quỹ trái phiếu cấp cao không thu phí, một số chứng khoán chống lạm phát của Bộ Tài chính (5% trong danh mục đầu tư).*

Cổ phiếu (35%): 2/3 đầu tư vào cổ phiếu Mỹ với nhiều công ty nhỏ hơn, 1/3 cổ phiếu quốc tế, bao gồm các thị trường mới nổi.

Bất động sản (15%): danh mục đầu tư với các REIT.

* Nếu trái phiếu không có mặt trong các kế hoạch nghỉ hưu được ưu tiên thuế, thì nên sử dụng trái phiếu miễn thuế.

Các quỹ đầu tư theo vòng đời

Khi đã có tuổi, bạn muốn tránh những rắc rối trong việc điều chỉnh và tái cân bằng danh mục đầu tư hàng năm khi tỷ lệ tài sản thuộc các nhóm tài sản khác nhau thay đổi theo sự lên xuống của thị trường? Một loại sản phẩm mới được phát triển trong thập niên 2000 dành cho các nhà đầu tư là "Quỹ đầu tư theo vòng đời". Quỹ này sẽ tự động tái cân bằng và chuyển sang các tỷ lệ tài sản khác khi bạn đã có tuổi. Các quỹ đầu tư theo vòng đời rất hữu ích đối với IRA, quỹ hưu 401(k) và các kế hoạch nghỉ hưu khác.

Bạn lựa chọn một quỹ đầu tư theo vòng đời đặc biệt phù hợp bằng cách xác định ngày dự định nghỉ hưu. Chẳng hạn, giả sử hiện nay là năm 2010, bạn 35 tuổi và dự định nghỉ hưu ở tuổi 70. Trong trường hợp này, bạn nên mua một quỹ đầu tư theo vòng đời với "thời gian đáo hạn vào năm 2045". Các khoản đóng góp tiếp theo cũng nên chuyển vào quỹ tương tự. Quỹ sẽ tái cân bằng hàng năm và tỷ lệ vốn chủ sở hữu sẽ dè dặt hơn theo thời gian. Hầu hết các quỹ đầu tư theo vòng đời có tỷ lệ tài sản tương tự với tỷ lệ được đưa ra trong biểu đồ 14.2. Các nhóm quỹ tương hỗ lớn như Vanguard, Fidelity, American Century và T. Rowe Price đều đưa ra các quỹ đầu tư theo vòng đời. Với những người tìm cách đơn giản nhất để quản lý tiền nghỉ hưu của họ, khả năng tự định hướng của các quỹ đầu tư theo vòng đời rất thân thiện với người mua. Nhưng trước khi ký, đừng quên kiểm tra các khoản phí. Mức phí thấp nghĩa là bạn sẽ có nhiều tiền hơn để hưởng thụ giai đoạn nghỉ hưu thoải mái hơn.

Quản lý đầu tư khi đã nghỉ hưu

Những thành viên lớn tuổi nhất trong cơn bùng nổ dân số cuối thập niên 1940 đã đến tuổi nghỉ hưu. Theo dự đoán của Cục Điều tra Dân số Hoa Kỳ, hơn một triệu người được sinh ra trong cơn bùng nổ này sẽ sống quá tuổi 100. Một người ở tuổi 65 sẽ sống thêm được 20 năm nữa. Và nhớ rằng, một nửa số người nghỉ hưu sẽ sống lâu hơn tuổi thọ trung bình của họ. Nhưng hầu hết đều không chú ý đến lời khuyên trong cuốn sách này và không tiết kiệm đủ tiền cho giai đoạn nghỉ hưu. Với tình hình của ngân sách nhà nước, họ không thể dựa vào chính phủ để đối phó với những tình huống khẩn cấp.

Chuẩn bị không đầy đủ cho giai đoạn nghỉ hưu

Theo một nghiên cứu về tình hình tài chính tiêu dùng do Cục Dự trữ Liên bang tiến hành năm 2006, một gia đình Mỹ thường có chưa đến 4 nghìn đô-la trong ngân hàng. Chưa đến một nửa tổng số các gia đình Mỹ có tài khoản hưu trí, những người còn lại có khoảng 35 nghìn đô-la trong tài khoản. Trong khi những người Mỹ lớn tuổi hơn (ở độ tuổi 55-64) trung bình có lượng tiền gấp đôi con số này, nhưng vẫn không đủ để thay thế hơn 15% thu nhập của gia đình họ khi nghỉ hưu. Một người Mỹ trung bình sở hữu một ngôi nhà trị giá 160 nghìn đô-la nhưng nợ ngân hàng đến 100 nghìn đô-la cho ngôi nhà này. Người trụ cột trong gia đình kiếm được 43 nghìn đô-la một năm nhưng không trả được tài khoản tín dụng trị giá 2.200 đô-la. Đây không phải là một bức tranh đẹp đẽ. Với nhiều người Mỹ, những năm tháng vàng son có vẻ như rất khắc nghiệt.

Khi đến tuổi nghỉ hưu và mong muốn không phải sống trong khó khăn, những người sinh ra trong cơn bùng nổ chỉ có hai lựa chọn: họ có thể bắt đầu tiết kiệm một cách nghiêm túc; hoặc là, họ có thể tiêu hết tiền và chết sớm. Như diễn viên hài Henny Youngman vẫn nói: “Tôi có tất cả số tiền tôi cần nếu tôi chết vào lúc 4 giờ.”

Với những độc giả nhận thấy mình đang ở trong tình huống mà tôi miêu tả, tôi không có câu trả lời nào nhẹ nhàng. Bạn không có lựa chọn nào khác ngoài cách làm việc trong suốt những năm nghỉ hưu và kiểm soát chi phí càng chặt chẽ càng tốt. Nhưng vẫn có hy vọng cho bạn. Có rất nhiều công việc bán thời gian mà bạn có thể làm ở nhà thông qua Internet. Ngoài ra, làm việc ở tuổi nghỉ hưu có thể mang lại một số lợi ích về cả sức khỏe lẫn tâm lý. Thật sự bạn nên trì hoãn thời gian nghỉ hưu càng lâu càng tốt để tối đa hóa lợi nhuận hàng năm. Với những người ốm yếu và không còn nhiều thời gian, hãy bắt đầu rút khoản lãi về ở tuổi 62 – độ tuổi sớm nhất để thực hiện việc này.

Đầu tư tiền tiết kiệm nghỉ hưu

Chiến lược nào giúp bạn có thể tiết kiệm cho giai đoạn nghỉ hưu? Chiến lược nào sẽ đảm bảo giúp bạn luôn có đủ tiền suốt đời? Có hai lựa chọn cơ bản để cân nhắc. Thứ nhất, người ta có thể tích lũy từng phần hoặc đóng toàn bộ số tiền nghỉ hưu. Thứ hai, người nghỉ hưu có thể tiếp tục nắm giữ danh mục đầu tư của mình và tạo nên một tỷ lệ tiền rút có thể đảm bảo cho họ một cuộc sống thoải mái khi nghỉ hưu, đồng thời giảm thiểu rủi ro thiếu tiền. Làm thế nào quyết định giữa hai chọn lựa này?

Niên kim**[40]**

Nhà văn khoa học viễn tưởng Theodore Sturgeon đã phát biểu học thuyết Sturgeon, cho rằng "95% những thứ bạn nghe hoặc đọc là chuyện tào lao". Điều này chính xác trong thế giới đầu tư, nhưng tôi tin những gì bạn đọc ở đây thuộc về nhóm 5% còn lại. Liên quan tới lời khuyên về niên kim, tôi nghi ngờ khả năng tin tức sai lên đến gần 99%. Người bán sản phẩm niên kim sẽ nói với bạn rằng niên kim là biện pháp hợp lý duy nhất để giải quyết vấn đề đầu tư khi nghỉ hưu. Nhưng rất nhiều nhà tư vấn tài chính có thể khuyên: "Đừng mua sản phẩm niên kim, nếu không bạn sẽ mất sạch tiền." Nhà đầu tư phải làm gì với hai lời khuyên trái ngược này?

Trước tiên, hãy tìm hiểu niên kim là gì và hai nhóm cơ bản của nó. Một loại niên kim thường được gọi là "bảo hiểm nhân thọ". Niên kim này được thực hiện theo hợp đồng với một công ty bảo hiểm mà nhà đầu tư trả một khoản tiền để đảm bảo một loạt khoản chi trả theo định kỳ kéo dài cho đến khi người mua còn sống. Chẳng hạn, trong giai đoạn cuối năm 2006, khoản phí bảo hiểm trị giá 1 triệu đô-la cho một sản phẩm bảo hiểm trọn đời sẽ mang lại thu nhập hàng năm trung bình khoảng 80 nghìn đô-la cho một người 65 tuổi. Nếu một đôi vợ chồng ở độ tuổi 65 nghỉ hưu, muốn có quyền chung và để lại cho người còn sống (cung cấp các khoản chi trả cho người còn sống), 1 triệu đô-la sẽ mang lại một khoản cố định khoảng 70 nghìn đô-la.

Tất nhiên, cùng với lạm phát, sức mua các sản phẩm này sẽ giảm theo thời gian, vì vậy, rất nhiều người muốn mua "niên kim biến đổi". Niên kim biến đổi có khả năng gia tăng các khoản chi trả theo thời gian, phụ thuộc vào loại tài sản đầu tư (thường là các quỹ tương hỗ) mà người mua niên kim lựa chọn. Nếu người mua niên kim chọn cổ phiếu thường, các khoản chi trả sẽ tăng nếu thị trường chứng khoán hoạt động tốt; nhưng nếu thị trường sụp đổ, họ sẽ bị thiệt hại. Niên kim có thể được mua với khoảng thời gian chi trả được đảm bảo. Một giai đoạn được đảm bảo 20 năm nghĩa là thậm chí nếu bạn qua đời ngay sau khi mua sản phẩm, người thừa kế vẫn sẽ được nhận các khoản chi trả trong suốt 20 năm đó. Tất nhiên, người mua sẽ trả cho sự đảm bảo này bằng cách chấp nhận số tiền chi trả hàng năm bị giảm. Tỷ lệ giảm đối với một người đàn ông 70 tuổi có thể hơn 20%. Do vậy, nếu bạn thật sự lo rằng sẽ ra đi sớm và không để lại được gì, hãy dành một phần trong số tiền tiết kiệm hưu trí để mua niên kim.

Niên kim biến đổi cung cấp một phương pháp để giải quyết vấn đề rủi ro lạm phát. Một khả năng khác là niên kim có yếu tố điều chỉnh lạm phát. Chẳng hạn, Vanguard Group đưa ra một niên kim với khả năng điều chỉnh lạm phát trực tiếp (chỉ số giá tiêu dùng) lên đến 10%/năm. Sự đảm bảo như vậy sẽ tự nhiên làm giảm đáng kể việc chi trả ban đầu.

Niên kim có một lợi thế đáng kể so với chiến lược đầu tư tiền tiết kiệm nghỉ hưu. Nó đảm bảo rằng bạn sẽ không bị thiếu tiền. Nếu bạn mong được sống khỏe mạnh đến 90 tuổi, chính công ty bảo hiểm sẽ gánh chịu rủi ro rằng họ đã trả số tiền lớn hơn số tiền bạn đóng. Các nhà đầu tư không thích rủi ro nên cân nhắc việc đặt một số, hoặc thậm chí tất cả khoản tiền tiết kiệm được tích lũy vào một hợp đồng niên kim khi nghỉ hưu.

Vậy, nhược điểm của niên kim là gì? Nó có bốn nhược yếu. Niên kim không phù hợp làm tài sản để lại trong di chúc, nó khiến người mua không linh hoạt trong việc sử dụng niên kim, có thể chịu phí giao dịch cao và không hiệu quả về thuế.

1. Mong muốn để lại tài sản (di chúc). Giả sử người nghỉ hưu đã để dành được một khoản tiết kiệm đủ lớn và có thể sống thoải mái mà không cần đến cổ tức và lãi suất đầu tư. Mặc dù niên kim có thể mang lại một khoản thu nhập hàng năm thậm chí lớn hơn, nhưng sau khi qua đời họ

vẫn không để lại được gì cho người thừa kế. Rất nhiều người mong muốn để lại tài sản cho con cái, họ hàng hoặc các tổ chức từ thiện. Niên kim hoàn toàn không phù hợp với mong muốn này.

2. Độ linh hoạt trong sử dụng. Giả sử một đôi vợ chồng nghỉ hưu ở độ tuổi 65, có sức khỏe tốt và mua một niên kim sẽ mang lại cho họ một khoản tiền cố định hàng năm, miễn là một trong hai người còn sống. Loại niên kim "chung thân cho hai người" như vậy là một cách phổ biến đối với tuổi hưu trí của họ. Nhưng ngay sau khi ký hợp đồng với công ty bảo hiểm, cả hai vợ chồng phát hiện họ đang mắc bệnh hiểm nghèo và không còn sống được bao lâu nữa. Hai vợ chồng muốn thực hiện một chuyến du lịch vòng quanh thế giới mà họ luôn ao ước. Trong các trường hợp như vậy, họ không thể sử dụng niên kim linh hoạt khi tình hình thay đổi.

3. Niên kim có thể chịu mức phí cao. Nhiều niên kim, đặc biệt các niên kim do nhân viên bảo hiểm bán, có thể chịu mức phí cao. Người mua không chỉ phải trả khoản phí quản lý đầu tư và các chi phí cho công ty bảo hiểm mà còn phải trả cả phí môi giới cho người bán. Do vậy, một số niên kim có thể là các khoản đầu tư nghèo nàn.

4. Niên kim có thể không hiệu quả về thuế. Trong khi một số niên kim cố định liên quan đến trái phiếu có một số ưu điểm về mặt ưu đãi thuế, thì niên kim biến đổi có thể chuyển lãi vốn được ưu đãi thuế thành thu nhập đơn thuần phải chịu mức thuế cao hơn. Đồng thời, niên kim từng phần của tài sản thuộc tài khoản hưu trí không bù lại các khoản tiền phân phối tối thiểu bắt buộc (RMD) mà bạn phải đóng. Nếu bạn lấy ra 50% từ quỹ IRA của mình, bạn vẫn phải đóng 50% RMD còn lại. Không vấn đề gì nếu bạn sử dụng ở mức tối thiểu con số này, nhưng sẽ không có lợi về thuế nếu bạn không làm vậy.

Vậy nhà đầu tư thông minh nên làm gì? Đây là quy tắc của tôi: Ít nhất niên kim từng phần cũng có ý nghĩa. Đó là phương pháp an toàn duy nhất đảm bảo bạn sẽ không bị thiếu tiền lúc cuối đời. Các hãng danh tiếng như Vanguard cung cấp các niên kim với chi phí thấp và không có phí môi giới.

Phương pháp tự thực hiện

Rất nhiều người nghỉ hưu muốn giữ quyền kiểm soát ít nhất là một phần trong số các tài sản mà họ tiết kiệm cho giai đoạn nghỉ hưu. Giả sử số tài sản được đầu tư theo biểu đồ 14.2c, đó là một nửa cổ phiếu và số còn lại là các khoản đầu tư với thu nhập cố định. Giờ bạn đã sẵn sàng sử dụng khoản tiền tiết kiệm cho các chi phí trong giai đoạn nghỉ hưu, bạn có thể dùng bao nhiêu nếu bạn muốn đảm bảo có đủ tiền để sống đến cuối đời? Tôi khuyên bạn sử dụng "phương pháp 4,5%".

Theo phương pháp 4,5%, bạn nên sử dụng không quá 4,5% trong tổng giá trị số tiền kiết kiệm hàng năm. Với tỷ lệ này, bạn sẽ không thể cạn tiền dù có sống đến 100 tuổi. Bên cạnh đó, rất có thể bạn sẽ để lại được cho người thừa kế một số tiền kha khá. Theo quy tắc 4,5%, bạn sẽ cần 400 nghìn đô-la tiết kiệm để tạo ra khoản thu nhập khi nghỉ hưu vào khoảng 1.500 đô-la một tháng hoặc 18 nghìn đô-la một năm.

Tại sao lại chỉ 4,5%? Rất có khả năng lợi nhuận từ cổ phiếu và trái phiếu sẽ nhiều hơn 4,5% vào các năm tiếp theo. Nhưng có hai lý do giới hạn tỷ lệ rút ra. Thứ nhất, bạn muốn duy trì khả năng cho phép các khoản chi trả hàng tháng của mình tăng lên theo thời gian cùng với tỷ lệ lạm

phát. Thứ hai, bạn cần phải đảm bảo rằng bạn có thể chống chọi qua một vài năm của thị trường giá xuống.

Hãy xem trước hết con số 4,5% bắt nguồn từ đâu. Ở cuối Chương 13, cổ phiếu được dự đoán sẽ mang lại tỷ suất lợi nhuận dài hạn vào khoảng 7,5% mỗi năm. Một danh mục trái phiếu đa dạng có thể mang lại lợi nhuận 5,5%. Do vậy, chúng ta có thể dự đoán một danh mục đầu tư được cân đối với một nửa cổ phiếu, một nửa trái phiếu sẽ tạo ra mức lợi nhuận xấp xỉ 6,5% một năm. Bây giờ, giả sử sau giai đoạn kéo dài, tỷ lệ lạm phát là 2%. Nghĩa là số tiền đầu tư phải tăng 2% để duy trì sức mua. Do vậy, trong một năm, nhà đầu tư sẽ sử dụng 4,5% quỹ, và khoản tiền tiết kiệm sẽ tăng 2%. Tiếp tục trong các năm tiếp theo sẽ có thể lại tăng lên 2%, nhờ vậy người nghỉ hưu vẫn có thể mua rổ hàng hóa tiêu biểu trên thị trường giống nhau. Bằng cách tiêu ít hơn tổng lợi nhuận từ danh mục đầu tư, người nghỉ hưu có thể duy trì sức mua của cả quỹ đầu tư lẫn sức mua hàng năm của nó. Quy tắc cơ bản là: Trước tiên phải đánh giá lợi nhuận của quỹ đầu tư, sau đó trừ tỷ lệ lạm phát để xác định tỷ lệ tiêu dùng ổn định.

Còn có một lý do nữa để đặt tỷ lệ tiêu dùng dưới tỷ suất lợi nhuận dự đoán. Lợi nhuận thực tế từ cổ phiếu và trái phiếu thay đổi đáng kể qua các năm. Lợi nhuận cổ phiếu có thể đạt trung bình 7,5% trong một giai đoạn dài, nhưng có một số năm sẽ cao hơn và một số năm lại âm. Giả sử bạn nghỉ hưu ở tuổi 65 và sau đó đột ngột vấp phải thị trường giá xuống nghiêm trọng như năm 1973 và 1974, khi cổ phiếu giảm 50%. Nếu bạn rút 9% một năm, khoản tiết kiệm của bạn sẽ bị rút sạch trong 10 năm. Nhưng nếu bạn chỉ rút 4%, bạn sẽ không lo lắng hết tiền dù sống đến 100 tuổi. Tỷ lệ tiêu dùng vừa phải sẽ tối đa hóa khả năng bạn có đủ tiền. Vậy nếu bạn chưa đến tuổi nghỉ hưu, hãy suy nghĩ kỹ lưỡng về vấn đề tiết kiệm càng nhiều càng tốt, nhờ vậy bạn có thể sống thoải mái, thậm chí với tỷ lệ rút ra nhỏ.

Ba ghi chú cần phải đưa vào các quy tắc nghỉ hưu của chúng ta. Thứ nhất, để có khoản tiền rút vừa phải, đừng bao giờ sử dụng quá 4,5% giá trị của bất cứ quỹ đầu tư nào vào đầu năm. Vì thị trường dao động, việc chi tiêu của bạn sẽ thay đổi và không đáng tin cậy từ năm này sang năm khác. Lời khuyên của tôi là hãy bắt đầu sử dụng 4,5% quỹ hưu trí, sau đó làm khoản tiền rút ra tăng lên 2% mỗi năm. Điều này sẽ đảm bảo khoản thu nhập mà bạn có khi nghỉ hưu.

Thứ hai, bạn sẽ thấy thu nhập lợi tức từ trái phiếu và cổ tức rất có khả năng ít hơn 4,5% mà bạn mong nhận được. Vậy bạn sẽ phải quyết định nên rút tài sản nào trước. Bạn nên bán đi phần vượt quá mục tiêu ban đầu trong danh mục đầu tư. Giả sử thị trường chứng khoán tăng mạnh và tỷ lệ 50 - 50 ban đầu chuyển thành 60% cổ phiếu và 40% trái phiếu. Bạn có thể thấy hài lòng khi cổ phiếu hoạt động tốt, vậy cũng nên quan tâm đến việc danh mục đầu tư đã trở nên rủi ro hơn. Hãy rút ra bất cứ khoản tiền dư nào bạn cần ở mục cổ phiếu trong danh mục đầu tư. Do vậy, bạn nên điều chỉnh sự phân phối tài sản và tạo ra thu nhập cần thiết. Thậm chí nếu không cần rút danh mục đầu tư để phục vụ chi tiêu, tôi khuyên bạn hãy tái cân bằng danh mục đầu tư hàng năm để duy trì tỷ lệ rủi ro trong danh mục đầu tư phù hợp với khả năng chịu đựng rủi ro của mình.

Thứ ba, bạn sẽ phải xây dựng một chiến lược rút tài sản để trì hoãn thời gian đóng thuế thu nhập càng lâu càng tốt. Khi bắt đầu nhận khoản tiền phân phối tối thiểu bắt buộc theo liên bang từ IRA và 401(k), bạn sẽ phải sử dụng các khoản này trước khi rút các tài khoản khác. Với các tài khoản bị đánh thuế, bạn đã trả thuế thu nhập cổ tức, lợi nhuận và khoản lãi vốn mà các

khoản đầu tư mang lại. Do vậy, rõ ràng bạn nên sử dụng các khoản tiền này tiếp theo (hoặc đầu tiên, nếu bạn chưa đến 75 tuổi khi cần tiền rút). Sau đó, hãy sử dụng các tài sản được hoãn thuế bổ sung. Nếu bạn để lại các tài khoản cho người thừa kế, hãy sử dụng tài khoản Roth IRA sau cùng. Không có khoản rút yêu cầu với các tài khoản này, và bạn có thể chuyển tài sản cho người thừa kế và được miễn thuế thu nhập.

Không ai có thể đảm bảo các quy tắc mà tôi đưa ra sẽ ngăn bạn tiêu hết số tiền của mình. Bạn có thể thay đổi các quy tắc theo hướng này hay hướng khác, phụ thuộc vào sức khỏe cũng như thu nhập và tài sản. Nếu bạn thấy mình đã ở tuổi 80, hãy rút 4,5% mỗi năm và danh mục đầu tư đang tăng dần, hoặc bạn tin rằng nền y học đã khám phá ra thuốc trường sinh, hoặc bạn nên cân nhắc việc nới lỏng hầu bao.

15. Ba bước quan trọng để đầu tư cổ phiếu

Thu nhập hàng năm 20 bảng, chi phí hàng năm 19 bảng, đó là hạnh phúc. Thu nhập hàng năm 20 bảng, chi phí hàng năm 20 bảng và 6 xu, thực là bất hạnh.

—Charles Dickens, *David Copperfield*

Chương này sẽ đưa ra các quy tắc mua cổ phiếu và những lời khuyên đặc biệt dành cho các công cụ mà bạn có thể sử dụng để làm theo các hướng dẫn phân phối tài sản đã được trình bày ở Chương 14. Lúc này bạn đã có các quyết định sáng suốt về thuế, nhà ở, bảo hiểm và nhận được nhiều thứ ngoài khoản tiết kiệm. Bạn đã xem xét các mục tiêu, các giai đoạn trong cuộc đời và thái độ đối với rủi ro, đồng thời đã xác định nên đưa bao nhiêu tài sản vào thị trường chứng khoán. Giờ đã đến lúc cầu nguyện thật nhanh ở nhà thờ và dũng cảm tiến bước, đặc biệt chú ý để tránh các nghĩa địa. Các quy tắc của tôi có thể giúp bạn tránh những sai lầm nghiêm trọng và những thay đổi không cần thiết, đồng thời làm tăng thu nhập của bạn lên một chút mà không phải gánh chịu rủi ro. Tôi không thể đưa ra bất cứ điều kỳ diệu nào, nhưng tôi biết rằng việc tăng 1-2% thu nhập từ tài sản của bạn có thể tạo nên sự khác biệt giữa hạnh phúc và thảm họa.

Bạn phải mua cổ phiếu như thế nào? Về cơ bản, có ba cách, tôi gọi là bước Không suy nghĩ, bước Tự thực hiện và bước Người chơi thay thế.

Trong trường hợp đầu tiên, bạn chỉ đơn giản mua cổ phần của nhiều quỹ chỉ số đa dạng, với các nhóm cổ phiếu khác nhau vốn tạo nên danh mục đầu tư của bạn. Phương pháp này cũng hoàn toàn đơn giản. Thậm chí nếu bạn gặp tí chút rắc rối trong khi bước đi ngẫu nhiên, bạn cũng có thể kiểm soát nó. Và bạn được đảm bảo tỷ suất lợi nhuận hàng năm bằng với các nhóm tài sản nói chung. Về mặt hiệu quả, thị trường kéo bạn đi cùng. Với nhiều nhà đầu tư, đặc biệt là những ai thích giải pháp đầu tư dễ dàng và ít rủi ro, tôi khuyên họ nên cúi đầu trước những trí tuệ siêu phàm của thị trường và sử dụng các quỹ chỉ số cho toàn bộ danh mục đầu tư. Tuy nhiên, với tất cả các nhà đầu tư, tôi khuyên nên đầu tư ít nhất một phần danh mục đầu tư, đặc biệt là phần dành cho giai đoạn nghỉ hưu – vào các quỹ chỉ số.

Theo phương pháp thứ hai, bạn xuống Phố Wall, lựa chọn loại cổ phiếu của mình và nhận về tỷ suất lợi nhuận cao hơn hoặc thấp hơn so với các quỹ chỉ số. Điều này nghe có vẻ khá thú vị, song tôi không khuyến khích các nhà đầu tư sử dụng phương pháp này. Tuy nhiên, nếu bạn muốn đầu tư theo cách này, tôi có một số quy tắc lựa chọn cổ phiếu để đạt được một số thành công.

Thứ ba, bạn có thể ngồi xuống và chọn một nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp thực hiện cho bạn. Cách duy nhất mà các nhà đầu tư với các phương tiện khiêm tốn có thể thực hiện được điều này là mua các quỹ đầu tư được quản lý. Tôi không thích các quỹ được quản lý tích cực, nhưng ở phần sau của chương này, tôi sẽ trình bày một số gợi ý hữu ích giúp bạn lựa chọn quỹ đúng đắn hơn.

Trong những lần xuất bản trước, cuốn sách này đã mô tả một chiến lược mà tôi gọi là bước Malkiel: mua cổ phần của công ty có cổ phần cố định với mức chiết khấu từ giá trị của các cổ

phần mà quỹ đầu tư nắm giữ. Trong lần xuất bản đầu tiên của cuốn sách, cổ phiếu Mỹ có mức chiết khấu 40%. Hiện nay mức chiết khấu giảm hơn nhiều, vì các quỹ đầu tư ngày càng định giá hiệu quả. Thế giới đầu tư ngày càng rộng lớn, song khi phạm vi ngày càng rộng lớn hơn, người ta thấy rằng với một số loại quỹ đầu tư nhất định, mức chiết khấu hấp dẫn có thể tăng và đôi khi các nhà đầu tư hiểu biết có thể tận dụng.

Bước Không suy nghĩ: Đầu tư vào các quỹ chỉ số

Chỉ số S&P 500, một chỉ số đại diện cho 3/4 giá trị của tất cả các cổ phiếu thường được giao dịch của Mỹ, đã đánh bại hầu hết các chuyên gia qua hầu hết các giai đoạn. Mua một danh mục đầu tư của tất cả các công ty trong chỉ số này là cách dễ nhất. Đối với thời điểm năm 1973 (lần xuất bản đầu tiên), phương pháp này rất cần thiết đối với các nhà đầu tư nhỏ:

Cái chúng ta cần là một quỹ tương hỗ không thu phí môi giới, với phí quản lý tối thiểu. Quỹ này chỉ đơn giản mua hàng trăm cổ phiếu, tạo nên một danh mục thị trường rộng lớn và không giao dịch từ cổ phiếu này sang cổ phiếu khác nhằm chọn được cổ phiếu thành công. Bất cứ khi nào hoạt động dưới mức trung bình của bất kỳ quỹ tương hỗ nào được chú ý, người phát ngôn của quỹ nhanh chóng chỉ ra rằng ”bạn không thể mua được những thứ trung bình”. Đó là lúc mà công chúng có thể.

Không lâu sau khi cuốn sách này được xuất bản, ý tưởng về “quỹ chỉ số” đã trở nên nổi tiếng. Ban đầu, chỉ có các khách hàng nghỉ hưu lớn mới được mời chào cơ hội đầu tư này. Đến năm 1976, một quỹ được thiết lập cho phép công chúng tham gia. Vanguard 500 Index Trust là quỹ tương hỗ mua 500 loại cổ phiếu của S&P 500 với tỷ lệ bằng nhau theo chỉ số. Mỗi nhà đầu tư chia sẻ thu nhập ròng và khoản lãi gộp cũng như những tổn thất trong danh mục đầu tư của quỹ theo tỷ lệ. Ngày nay, các quỹ chỉ số S&P 500 có trong một số nhóm quỹ tương hỗ với tỷ lệ chi phí thấp hơn 1/10 của 1% tài sản, ít hơn các chi phí của hầu hết các quỹ tương hỗ được quản lý tích cực hoặc các phòng tín thác ngân hàng. Giờ đây bạn có thể mua thuận lợi và không tốn kém. Bạn cũng có thể mua các quỹ chỉ số S&P 500 từ ngân hàng State Street Bank (được gọi là SPDRs hoặc “người nhện”) và từ Barclays Global Investors (được gọi là cổ phiếu i).

Logic đằng sau chiến lược này là logic của lý thuyết thị trường hiệu quả. Nhưng thậm chí nếu các thị trường không hiệu quả, việc lập chỉ số sẽ vẫn là một chiến lược đầu tư hữu ích. Vì tất cả các cổ phiếu trên thị trường phải thuộc sở hữu của ai đó, dẫn đến tất cả các nhà đầu tư trên thị trường có thể kiếm lãi thị trường. Quỹ chỉ số thu được lãi thị trường với mức chi phí tối thiểu. Vậy nên quỹ được quản lý tích cực ở mức vừa phải có tỷ lệ chi phí khoảng 1,5% một năm. Do vậy, quỹ này hoạt động kém hơn thị trường nói chung do lượng chi phí bị trừ đi từ tổng thu nhập.

Nhiều nghiên cứu trong các chương trước đã chỉ ra rằng so với hoạt động của các nhà đầu tư tổ chức lớn, hoạt động dài hạn của S&P 500 rất tốt. Trong giai đoạn 1974-2006, S&P 500 hoạt động tốt hơn 3/4 các quỹ tương hỗ – tổng lợi nhuận hàng năm trung bình của S&P 500 hơn 1,5 điểm phần trăm so với quỹ trung bình.

Các nghiên cứu tương tự đối với các quỹ hưu trí, ngân hàng và công ty bảo hiểm góp vốn vào các quỹ tương hỗ cũng có kết quả tương tự. S&P vượt khoảng 2/3 các danh mục đầu tư được quản lý chuyên nghiệp từ 1980-1990. Hơn nữa, bạn có thể đếm trên đầu ngón tay số lượng quỹ

tương hỗ đã vượt qua bất kỳ quỹ chỉ số nào.

Tổng quan về giải pháp quỹ chỉ số

Giờ chúng ta hãy tổng kết những ưu điểm của việc sử dụng các quỹ chỉ số như phương tiện đầu tư hàng đầu để đạt được mục tiêu đầu tư. Các quỹ chỉ số đã tạo ra tỷ suất lợi nhuận vượt các quỹ của các nhà quản lý tích cực khoảng 1,5 điểm phần trăm. Có hai lý do cơ bản cho kết quả này: phí quản lý và phí giao dịch. Các quỹ chỉ số công có thể có mức phí thấp hơn 1/10 của 1%. Các quỹ tương hỗ được quản lý tích cực thu phí quản lý hàng năm và các chi phí thị trường, trung bình khoảng 150 điểm (1,5% điểm phần trăm) một năm. Hơn nữa, các quỹ chỉ số chỉ giao dịch khi cần thiết, trong khi các quỹ tích cực có tỷ lệ doanh thu gần 100%, và thậm chí còn hơn. Sử dụng biện pháp ước lượng khiêm tốn về chi phí giao dịch, có thể thấy mức doanh thu như vậy là một trở ngại trong hoạt động. Thậm chí nếu thị trường chứng khoán không hoàn toàn hiệu quả, sự quản lý tích cực nói chung có thể không đạt được tổng thu nhập vượt trội so với thị trường. Do vậy, ở mức trung bình, các nhà quản lý tích cực hoạt động kém hơn các chỉ số do nhược điểm về chi phí và phí giao dịch. Thật không may, các nhà quản lý tích cực theo nhóm không thể giống như các nhân vật của Garrison Keillorl, những đứa trẻ ở thị trấn hư cấu Lake Wobegon luôn được coi là "trên mức trung bình".[41]

Các quỹ chỉ số cũng được ưu đãi thuế. Các quỹ này cho phép các nhà đầu tư trì hoãn hoặc tránh hoàn toàn bị đánh thuế vào lãi vốn nếu các cổ phần sau này được để lại trong di chúc. Khi xu hướng giá cổ phiếu tăng dài hạn vẫn tiếp tục, việc chuyển từ chứng khoán này sang chứng khoán khác bao gồm việc thực hiện lãi vốn phải chịu thuế. Thuế là vấn đề tài chính quan trọng nhất cần phải cân nhắc vì việc thực hiện lãi vốn sớm hơn sẽ làm giảm lợi tức ròng. Các quỹ chỉ số không mua bán từ chứng khoán này sang chứng khoán khác, do vậy chúng thường tránh được thuế lãi vốn.

Các quỹ chỉ số cũng có thể được dự đoán tương tự. Khi bạn mua một quỹ được quản lý tích cực, bạn không bao giờ có thể chắc chắn nó sẽ liên quan đến các quỹ đồng hạng như thế nào. Khi mua một quỹ chỉ số, bạn có thể chắc chắn rằng quỹ sẽ đi theo chỉ số của nó và có thể vượt quá các nhà quản lý trung bình. Hơn nữa, các quỹ chỉ số luôn được đầu tư đầy đủ. Bạn không nên tin các nhà quản lý tích cực – những người phát biểu rằng quỹ của họ sẽ chuyển thành tiền mặt vào thời điểm thích hợp. Chúng ta đã thấy việc xác định thời điểm đúng của thị trường không mang lại hiệu quả. Cuối cùng, rất dễ đánh giá các quỹ chỉ số. Trong năm 2006, có hơn 5.000 quỹ tương hỗ cổ phiếu, và không có cách nào đáng tin cậy để dự đoán quỹ nào sẽ hoạt động tốt trong tương lai. Với các quỹ chỉ số, bạn biết chính xác mình có gì, các quá trình đầu tư cũng cực kỳ đơn giản.



"Nhảy qua một tòa nhà cao tầng thì cũng đáng nể đấy, nhưng liệu anh có thể vượt qua chỉ số S&P không?"

Bất chấp tất cả các bằng chứng đối ngược, giả sử nhà đầu tư vẫn tin rằng sự quản lý đầu tư cao cấp thật sự tồn tại. Có hai vấn đề: Thứ nhất, rõ ràng kỹ năng này rất hiếm; và thứ hai, có vẻ như không hiệu quả để tìm kiếm kỹ năng này trước khi nó được chứng minh qua thời gian. Như Chương 7 đã chỉ rõ, các quỹ hoạt động tốt nhất trong một giai đoạn không hẳn là quỹ hoạt động tốt nhất trong giai đoạn tiếp theo.

Hoạt động giao dịch cổ phiếu giữa các nhà đầu tư tổ chức giống như loại vận động tĩnh luyện: rất nhiều năng lượng được sử dụng, nhưng giữa các nhà quản lý đầu tư đều bằng nhau, và phí giao dịch mà nhà quản lý gánh chịu trích từ hiệu suất. Giống như con chó săn thỏ, các nhà quản lý tài chính chuyên nghiệp có vẻ như đã được dự đoán thua trong cuộc đua với những con thỏ máy. Hơi chút ngạc nhiên khi nhiều nhà đầu tư tổ chức, bao gồm Intel, Exxon, Ford, American Telephone and Telegraph, Harvard University, quỹ College Retirement Equity Fund và tổ chức New York State Teachers Association đã đặt phần lớn tài sản vào các quỹ chỉ số. Năm 1977, 1 tỷ đô-la tài sản được đầu tư vào các quỹ chỉ số. Đến năm 2006, khoảng 3 nghìn tỷ vốn đầu tư thuộc về các quỹ chỉ số.

Còn bạn thì sao? Khi mua một quỹ chỉ số, bạn từ bỏ cơ hội khoe khoang ở câu lạc bộ golf về khoản lợi nhuận đáng kinh ngạc mà bạn kiếm được bằng cách chọn những chứng khoán chiến thắng thị trường. Sự đa dạng hóa trên diện rộng loại trừ những tổn thất lớn liên quan đến toàn bộ thị trường; đồng thời, nó cũng loại trừ cả những khoản lãi khổng lồ. Do vậy, nhiều nhà chỉ trích ở Phố Wall coi hoạt động đầu tư quỹ chỉ số là "sự xoàng xĩnh được đảm bảo". Nhưng kinh nghiệm cho thấy rõ ràng những người mua quỹ chỉ số có thể thu được kết quả vượt quá kết quả của các nhà quản lý quỹ tiêu biểu, mà phí tư vấn cao và khoản doanh thu danh mục đầu tư đáng kể sẽ làm giảm lợi nhuận đầu tư. Nhiều người sẽ tìm thấy sự đảm bảo khi chơi trò chơi của thị trường chứng khoán theo giá danh nghĩa hấp dẫn. Tất nhiên, chiến lược này không loại trừ rủi ro. Nếu thị trường đi xuống, danh mục đầu tư của bạn chắc chắn sẽ xuống theo.

Phương pháp đầu tư theo chỉ số có những hấp dẫn khác nữa đối với nhà đầu tư nhỏ. Nó cho phép bạn có được một danh mục đầu tư đa dạng mà chỉ cần đầu tư ít. Nó cũng cho phép bạn giảm phí môi giới. Khi một nhà đầu tư cá nhân mua cổ phiếu, họ trả phí môi giới rất cao cho những lần giao dịch nhỏ (thậm chí khi có người môi giới chiết khấu). Với sự góp chung vốn của nhiều nhà đầu tư, quỹ chỉ số mua khối lượng lớn và có thể thương thảo phí môi giới tới từng xu trên mỗi cổ phần giao dịch. Quỹ chỉ số làm tất cả các công việc thu thập cổ tức từ mọi cổ phiếu nó sở hữu và gửi theo từng quý cho bạn (lợi nhuận có thể được tái đầu tư theo yêu cầu). Nói ngắn gọn, quỹ chỉ số là phương pháp sáng suốt, có thể sử dụng để đạt được tỷ suất lợi nhuận mà thật sự không cần cố gắng, và chỉ cần chi phí tối thiểu.

Định nghĩa rộng hơn về việc lập chỉ số

Trong lần xuất bản đầu tiên của cuốn sách này năm 1973, tôi đã đưa ra chiến lược lập chỉ số – thậm chí trước khi các quỹ chỉ số xuất hiện. Rõ ràng đó là một ý tưởng kịp thời. Cho đến nay, chỉ số phổ biến nhất được sử dụng là S&P 500. Nhưng giờ đây, là một trong những người ủng hộ chỉ số 500, tôi muốn thay đổi lời khuyên của mình, dù vẫn khuyến khích lập chỉ số. Một số người rằng định nghĩa về việc lập chỉ số quá hẹp. Nhiều người đã nhầm lẫn hoạt động này với

chiến lược mua chỉ số S&P 500. Đó không còn là trò chơi duy nhất nữa. Hiệu suất vượt trội của các cổ phiếu Mỹ vốn hóa lớn vào thập niên 1990 từng thống trị S&P 500 không còn tiếp diễn vào đầu thiên niên kỷ mới, và sự lớn mạnh của các cổ phiếu vốn hóa nhỏ đã xác định vị trí của mình. S&P 500 đã bỏ sót hàng nghìn công ty nhỏ trong số các công ty năng động nhất của nền kinh tế. Do vậy, tôi tin rằng nếu một nhà đầu tư chỉ mua một quỹ chỉ số của Mỹ, chỉ số chung nhất để cạnh tranh là một trong những chỉ số rộng hơn như Russel 3.000, Dow/Wilshire 5.000-Stock Index hoặc chỉ số MSCI, chứ không phải S&P 500.

Có hai lý do cho nhận định mà tôi đưa ra. Thứ nhất, chiến lược lập chỉ số S&P 500 đã trở nên quá phổ biến đến mức có thể ảnh hưởng đến việc định giá các cổ phiếu trong chỉ số. Có thể thấy điều này rõ ràng khi những thay đổi được thực hiện trong thành phần của chỉ số, như vẫn thường xuyên xảy ra. Trong suốt cơn bùng nổ hoạt động sáp nhập và mua lại giai đoạn cuối thập niên 1980-1990, nhiều công ty S&P 500 đã biến mất và rút ra khỏi chỉ số này. Sau đó, các công ty này đã được thay thế bằng các công ty khác vốn trước đó chưa có mặt trong chỉ số. Như vậy, các công ty mới được gia nhập thường tăng giá (ít nhất là tạm thời) khoảng hơn 5% – chỉ đơn giản vì giờ đây họ là một thành viên của chỉ số S&P. Các nhà quản lý danh mục đầu tư – những người điều hành các quỹ chỉ số –phải gánh chịu phí giao dịch được yêu cầu để mua cổ phiếu của các công ty mới (tỷ lệ phù hợp với quy mô, và do vậy phù hợp với khối lượng trong chỉ số) để hoạt động của danh mục đầu tư tiếp tục phù hợp. Do vậy, sự phổ biến của chỉ số S&P 500 có thể khiến giá cổ phiếu trong chỉ số cao hơn một chút so với giá cổ phiếu không thuộc chỉ số, ít nhất là trong một giai đoạn nhất định. Bất cứ ý tưởng đầu tư nào trở nên nổi tiếng cũng có thể được định giá cao.

Lý do thứ hai để yêu thích một chỉ số rộng hơn, toàn diện hơn là 80 năm lịch sử thị trường đã khẳng định rằng nhìn chung các cổ phiếu nhỏ thường hoạt động tốt hơn các cổ phiếu lớn. Chẳng hạn, từ năm 1926-2006, một danh mục đầu tư gồm các cổ phiếu nhỏ mang lại tỷ suất lợi nhuận hơn 12%/năm, trong khi với các cổ phiếu lớn hơn (chẳng hạn S&P 500) chỉ khoảng 10,5%/năm. Mặc dù các cổ phiếu nhỏ hơn thường rủi ro hơn các cổ phiếu blue-chip, song một danh mục đầu tư được đa dạng hóa với các công ty nhỏ có thể mang lại khoản lợi nhuận chắc chắn. Vì cả hai lý do này, tôi rất hứng thú với một chỉ số hội tụ nhiều công ty của Mỹ hơn, bao gồm một lượng lớn các công ty nhỏ năng động có thể nằm trong chu kỳ tăng trưởng trong thời gian gần.

Trong lần xuất bản thứ tư của cuốn sách này, tôi đã gợi ý rằng chỉ số S&P là đại diện hoàn hảo của thị trường. Tôi đã viết: “Thật may mắn khi có một quỹ mua một chỉ số bao gồm hàng nghìn công ty nhỏ hơn trong số các công ty năng động nhất của nền kinh tế.” Thật may mắn cho các nhà đầu tư khi Vanguard Group – một trong các tổ hợp quỹ tương hỗ, đã lắng nghe điều này.

Phải nhắc lại rằng chỉ số S&P 500 chiếm 75-80% giá trị thị trường của tất cả các cổ phiếu thường nổi bật của Mỹ. Trong khi đó, hàng nghìn công ty chỉ chiếm 20-25% còn lại của tổng giá trị thị trường. Trong nhiều trường hợp, các công ty mới nổi đem lại nguồn lợi nhuận đầu tư cao hơn (cũng như rủi ro nhiều hơn). Dow/Wilshire 5.000 gồm các cổ phiếu thường của Mỹ được giao dịch rộng rãi trên các sàn giao dịch chứng khoán New York và Mỹ lẫn thị trường NASDAQ. Russell 3.000 và MSCI Index có tất cả, ngoại trừ các cổ phiếu nhỏ nhất (và ít thay đổi nhất) trên thị trường. Một số quỹ tương hỗ hiện dựa trên việc lập chỉ số của Dow/Wilshire và Russell. Các quỹ chỉ số này thường đi liền với cái tên “Total Stock Market Portfolio” (danh mục

đầu tư thị trường cổ phiếu toàn diện). Mặc dù hoạt động trong quá khứ không thể đảm bảo kết quả trong tương lai, các bằng chứng rõ ràng chứng tỏ rằng các quỹ chỉ số thuộc thị trường cổ phiếu toàn diện mang lại mức lợi nhuận cao hơn so với các nhà quản lý quỹ tương hỗ trung bình.

Hơn nữa, không giống như hội từ thiện, việc lập chỉ số không bắt đầu (và kết thúc) tại nhà. Như tôi đã trình bày ở Chương 8, các nhà đầu tư có thể giảm rủi ro bằng cách đa dạng hóa theo hướng quốc tế, khi thêm các nhóm tài sản như bất động sản vào danh mục đầu tư và giữ một vị trí nhất định trong danh mục cho trái phiếu, bao gồm trái phiếu chống lạm phát của Bộ Tài chính. Đây là bài học cơ bản của thuyết danh mục đầu tư hiện đại. Do vậy, tôi không bao giờ khuyên các nhà đầu tư chỉ mua một quỹ chỉ số trên thị trường chứng khoán Mỹ và không nắm giữ bất kỳ chứng khoán nào khác. Nhưng đó không phải là ý kiến đi ngược lại việc lập chỉ số, vì các quỹ chỉ số hiện có các hoạt động bắt chước một số chỉ số quốc tế như Morgan Stanley Capital International (MSCI) của châu Âu, Australia và chứng khoán Far Eastern (EAFE), chỉ số sáp nhập thị trường MSCI. Thêm vào đó, có các quỹ chỉ số nắm giữ các quỹ đầu tư tín thác bất động sản (REIT). Hơn nữa, các quỹ chỉ số này cũng thường hoạt động tốt hơn các quỹ được quản lý tích cực khi đầu tư vào chứng khoán giống nhau. Cuối cùng, các quỹ chỉ số thị trường trái phiếu đi theo chỉ số trái phiếu tập trung Lehman. Các quỹ này cũng hoạt động tốt hơn các quỹ trái phiếu được quản lý.

Một danh mục đầu tư quỹ chỉ số đặc biệt

Bảng dưới đây trình bày các nhóm quỹ chỉ số đặc biệt mà nhà đầu tư có thể sử dụng để xây dựng danh mục đầu tư của mình. Bảng thể hiện tỷ lệ phần trăm đề nghị cho những người ở độ tuổi 40-50. Những người không ở trong độ tuổi này cũng có thể sử dụng, chỉ cần thay đổi tỷ lệ cho phù hợp với độ tuổi của mình. Hãy ghi nhớ rằng việc thay đổi tỷ lệ cần phụ thuộc vào khả năng chịu đựng và thái độ đối với rủi ro. Những người sẵn sàng chấp nhận rủi ro lớn hơn với hy vọng thu được khoản lợi nhuận cao hơn có thể giảm bớt tỷ lệ trái phiếu trong danh mục đầu tư. Những người muốn có thu nhập ổn định để trang trải cuộc sống có thể tăng thêm cổ phiếu bất động sản, bởi vì chúng mang lại mức thu nhập thường xuyên lớn hơn.

Bảng 15.1: Danh mục đầu tư quỹ chỉ số đặc biệt dành cho thế hệ Baby Boomers**[42]**

Tiền mặt (5%)*

Quỹ thị trường tiền tệ Fidelity Spartan hoặc TIAA-CREF Money

Quỹ trị trường hoặc quỹ thị trường chứng khoán Vanguard Prime

Trái phiếu (32,5%)

Quỹ chỉ số thị trường trái phiếu Vanguard

Cổ phiếu bất động sản (12,5%)

Quỹ chỉ số Vanguard REIT

Cổ phiếu (50%)

Cổ phiếu Mỹ (34%)

Fidelity Spartan, T. Rowe Price, hoặc cổ phiếu Vanguard

Quỹ chỉ số thị trường

Các thị trường quốc tế phát triển (8,5%)

Fidelity Spartan hoặc quỹ chỉ số Vanguard International

Các thị trường quốc tế mới nổi (7,5%)

Quỹ chỉ số thị trường mới nổi Vanguard

* Một quỹ trái phiếu ngắn hạn có thể thay thế cho một trong các quỹ thị trường tiền tệ được liệt kê ở trên.

Nên nhớ rằng tôi giả sử bạn nắm giữ hầu hết, nếu không phải tất cả, chứng khoán của bạn trong kế hoạch nghỉ hưu được ưu đãi thuế. Chắc chắn tất cả các trái phiếu của bạn nên nằm trong tài khoản như vậy. Nếu trái phiếu được đặt ngoài các tài khoản hưu trí, bạn nên mua các trái phiếu miễn thuế hơn là các chứng khoán đánh thuế thu nhập cố định. Hơn nữa, nếu cổ phiếu thường của bạn nằm trong các tài khoản chịu thuế, bạn có thể muốn cân nhắc các quỹ chỉ số hạn chế đánh thuế[43] trong mục sau. Cuối cùng, hãy chú ý rằng tôi đã đưa ra cho bạn sự lựa chọn về các quỹ chỉ số từ nhiều tổ hợp quỹ tương hỗ khác nhau. Vì có sự hợp tác lâu dài với Vanguard Group, tôi muốn đảm bảo bạn có một vài quỹ không thuộc Vanguard để lựa chọn. Tất cả các quỹ liệt kê trong bảng có tỷ lệ chi phí nhỏ và không thu phí.

Các quỹ ETF và quỹ chỉ số hạn chế đánh thuế

Một trong những ưu điểm của việc quản lý danh mục đầu tư thụ động (chỉ đơn giản mua và nắm giữ một quỹ chỉ số) là chiến lược này giảm thiểu chi phí giao dịch và thuế. Như hai nhà kinh tế thuộc Đại học Stanford là Joel Dickson và John Shoven đã chỉ ra, thuế là yếu tố chính cần phải cân nhắc. Với việc sử dụng ví dụ về một quỹ tương hỗ xuất hiện từ năm 1962, họ thấy rằng 1 đô-la được đầu tư, trước thuế năm 1962 đã tăng lên tới 21,89 đô-la năm 1992. Tuy nhiên, sau khi đóng thuế cổ tức thu nhập và phân chia lãi vốn, 1 đô-la này được đầu tư vào một quỹ tương hỗ sẽ chỉ tăng lên 9,87 đô-la.

Xét về một khía cạnh quan trọng, các quỹ tương hỗ chỉ số giúp giải quyết vấn đề thuế. Vì họ không mua bán từ cổ phiếu này sang cổ phiếu khác nên thường tránh được thuế lãi vốn. Tuy nhiên, thậm chí các quỹ chỉ số cũng nhận thấy một số khoản lãi vốn bị đánh thuế đối với người nắm giữ. Các khoản lãi này thường tăng ngoài chủ ý, có thể do hoạt động mua lại của một công ty trong chỉ số hoặc do quỹ tương hỗ buộc mua lại. Trường hợp sau xảy ra khi các cổ đông

thuộc quỹ tương hỗ quyết định mua lại cổ phần của họ và quỹ phải bán chứng khoán để tăng thêm lượng tiền mặt. Do vậy, thậm chí các quỹ chỉ số thông thường cũng không phải là giải pháp hoàn hảo cho việc giảm thiểu nghĩa vụ thuế.

Các quỹ chỉ số giao dịch trao đổi (EFT) như “người nhện” (một quỹ S&P 500) và “kẻ tráo trở” (một quỹ chứng khoán) thường mang lại hiệu quả về thuế cao hơn so với các quỹ chỉ số thông thường vì họ có thể tận dụng việc mua lại bằng hiện vật. Quá trình mua lại bằng hiện vật được thực hiện bằng cách phân phối các cổ phần chi phí thấp dựa vào yêu cầu mua lại. Giao dịch này không phải bị đánh thuế, vì vậy không phải chia lợi nhuận cho các cổ đông khác trong quỹ. Hơn nữa, cổ đông mua lại ETF đóng thuế dựa trên chi phí ban đầu của cổ phiếu – chứ không phụ thuộc vào nhóm cổ phiếu được phân phối. ETF cũng có chi phí thấp nhất. Có rất nhiều quỹ ETF với các cổ phiếu Mỹ và quốc tế. ETF là phương tiện hoàn hảo để đầu tư lớn vào các quỹ chỉ số.

Tuy nhiên, các quỹ ETF yêu cầu chi trả phí giao dịch, bao gồm phí môi giới và chênh lệch giá mua/giá bán. Do vậy, nó không phù hợp với các nhà đầu tư tích lũy cổ phần với số lượng nhỏ. Các quỹ chỉ số không thu phí phù hợp hơn với nhóm nhà đầu tư này. Tôi cũng đề nghị bạn tránh xa sự cám dỗ mua hoặc bán các quỹ ETF vào bất cứ giờ nào trong ngày và mua theo bảo chứng. Tôi đồng ý với ý kiến của John Bogle, nhà sáng lập Vanguard Group: “Nhà đầu tư tự hại mình khi họ giao dịch.” Nếu bạn bị lôi cuốn, bạn nên đi theo Little Miss Muffet và tránh xa các “người nhện” và anh chị em ruột của nó.

Một lựa chọn khác dành cho nhà đầu tư quan tâm đến thuế là quỹ hạn chế đánh thuế Vanguard: “Danh mục đầu tư tăng trưởng và thu nhập”. Bất chấp tên gọi danh mục đầu tư, đây là một quỹ chỉ số S&P 500 tối thiểu hóa các loại thuế bằng cách trì hoãn trả lãi vốn. Đây là một ví dụ về phương thức hoạt động của quỹ.

Quỹ có thể trì hoãn lãi vốn bằng các phương pháp sau. Thứ nhất, danh mục đầu tư được lập chỉ số theo S&P 500, do vậy không có ban quản trị tích cực nào thu được lãi. Thứ hai, khi chứng khoán phải bán (chẳng hạn để mua lại), các quỹ sẽ bán các chứng khoán có phí cao nhất trước. Việc bán bắt buộc này sẽ được giảm thiểu, tuy nhiên, do phí mua lại 2% nếu như cổ phiếu được nắm giữ ít hơn 1 năm và 1% nếu được nắm giữ khoảng từ 1-5 năm. Thứ ba, quỹ thu được lãi bằng cách bán các cổ phiếu thua lỗ. Do vậy, quỹ có thể không phải là chỉ số chuẩn, nhưng cũng tiến gần đến chỉ số này.

Vanguard có hai quỹ quản lý thuế bổ sung. Một là Capital Appreciation Portfolio (danh mục đầu tư tăng trị giá vốn), giống hệt như danh mục đầu tư thu nhập và tăng trưởng (S&P 500), ngoại trừ việc chỉ số được sử dụng là Russell 1.000 – bao gồm nhiều công ty nhỏ với lợi nhuận cổ tức thấp hơn. Mặc dù linh hoạt hơn, danh mục đầu tư này thậm chí hiệu quả hơn trong việc giảm thiểu thuế vì chia ít thu nhập cổ tức hơn. Danh mục thứ ba được gọi là Balanced Portfolio (danh mục được cân đối), bao gồm các phần bằng nhau của danh mục đầu tư tăng trị giá vốn (Russell 1.000) và một nhóm các trái phiếu miễn thuế trung hạn. Các quỹ theo định hướng chỉ số chi phí thấp này mang lại rất nhiều ưu điểm cho những người chịu thuế cao với thời gian đầu tư dài hạn và các cổ phiếu được nắm giữ nằm ngoài kế hoạch nghỉ hưu ưu đãi thuế. Chúng đặc biệt hữu ích đối với các quỹ cho người thừa kế.

Bước Tự thực hiện: Các quy tắc lựa chọn cổ phiếu hữu ích

Lập chỉ số là một chiến lược mà tôi rất khuyến khích các cá nhân và tổ chức thực hiện. Ít nhất, tôi tin rằng cốt lõi của mọi danh mục đầu tư nên được lập chỉ số. Tuy nhiên, việc lập chỉ số toàn bộ danh mục đầu tư phải được cân nhắc. Những người thích đầu cơ chắc chắn sẽ thích sử dụng các bước (và khả năng) của riêng họ để lựa chọn được cổ phiếu thắng, ít nhất là một tỷ lệ trong các quỹ đầu tư của họ. Với những người kiên quyết tự mình chơi thì bước "Tự thực hiện" có thể sẽ hấp dẫn hơn.

Đã bị thử thách với trò đánh bạc, tôi có thể hiểu rõ tại sao nhiều nhà đầu tư không chỉ bị bắt buộc phải chọn vụ thắng lớn, mà còn thiếu hào hứng đối với hệ thống hứa hẹn kết quả chỉ ngang bằng những người khác trên thị trường. Vấn đề là để tự mình làm phải mất rất nhiều công sức, cũng như những người luôn thắng rất hiếm. Với những người coi đầu tư như một trò chơi, phần này chỉ ra cách thức mà một chiến lược thông minh có thể tạo ra lợi nhuận lớn, và ít nhất, giảm thiểu rủi ro trong trò chơi lựa chọn cổ phiếu.

Tuy nhiên, trước khi đưa chiến lược đó vào hành động, bạn cần phải biết các nguồn thông tin đầu tư và cách thức lựa chọn người môi giới phù hợp. Hầu hết các nguồn thông tin có thể lấy được từ các thư viện công cộng. Bạn nên là độc giả trung thành của các nhật báo tài chính như *New York Times* và *Wall Street Journal*, hoặc tuần báo như *Barron's*. Các tạp chí kinh doanh như *Business Week*, *Fortune* và *Forbes* cũng rất hữu ích trong việc tiếp cận các ý tưởng đầu tư. Các dịch vụ tư vấn đầu tư lớn cũng rất hấp dẫn. Chẳng hạn, bạn nên cố gắng tiếp cận *Outlook* của Standard & Poor'svà *Value Line Investment Survey* (cơ quan giám định đối tượng đầu tư Value Line). Tờ đầu tiên được xuất bản theo tuần có các danh sách đề nghị; tờ thứ hai bao gồm các ghi chép lịch sử, quan điểm hiện tại và rủi ro (hệ số Beta) của chứng khoán lớn, cũng như các đề nghị hàng tuần. Cuối cùng, rất nhiều thông tin, bao gồm lời khuyên của các nhà phân tích chứng khoán, cũng được đăng tải rất nhiều trên Internet.

Trong lần xuất bản đầu tiên của cuốn sách này vào đầu thập niên 1970, tôi đã đưa ra bốn quy tắc lựa chọn cổ phiếu thành công. Tôi thấy chúng vẫn còn hữu ích cho đến tận ngày nay. Chúng bao gồm:

Quy tắc 1: Mua cổ phiếu của các công ty duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận trên trung bình trong ít nhất 5 năm. Việc này rất khó, lựa chọn cổ phiếu có lợi nhuận tăng là tên của một trò chơi. Sự tăng trưởng ổn định không chỉ làm tăng lợi nhuận và cổ tức của công ty, nó còn tăng hệ số mà thị trường sẵn sàng trả cho khoản lợi nhuận đó. Nó sẽ giúp bạn tăng thu nhập. Do vậy, những người mua cổ phiếu có lợi nhuận bắt đầu tăng nhanh sẽ có khoản lợi tiềm năng gấp đôi – cả lợi nhuận và hệ số đều tăng.

Quy tắc 2: Không bao giờ trả cao hơn mức hợp lý cho một cổ phiếu. Mặc dù tôi tin bạn không bao giờ có thể đánh giá chính xác giá trị thực tế của một cổ phiếu, song tôi vẫn nghĩ bạn có thể xác định được khi một cổ phiếu có vẻ được định giá hợp lý. Chỉ số P/E thị trường là một khởi đầu tốt: Bạn nên mua cổ phiếu được bán với hệ số bằng, hoặc không quá cao, so với hệ số này. Chiến lược của tôi là tìm kiếm các tình huống tăng trưởng mà thị trường chưa nhận ra bằng cách chọn các chỉ số cổ phiếu có lợi nhuận lớn. Như đã nói trong quy tắc 1, nếu sự tăng trưởng thật sự diễn ra, bạn sẽ được thưởng đến hai lần – cả lợi nhuận và chỉ số P/E có thể tăng, mang lại khoản lời lớn. Đồng thời, hãy cẩn thận với cổ phiếu có chỉ số cao và sau nhiều năm tăng trưởng đã bị giảm giá. Nếu lợi nhuận giảm thay vì tăng, bạn sẽ mất đến hai lần – chỉ số sẽ

đi xuống cùng với lợi nhuận, và kết quả là tổn thất nặng nề. Tuân theo quy tắc này sẽ giúp nhà đầu tư tránh được những tổn thất với các cổ phiếu tăng trưởng công nghệ cao được bán ở mức chỉ số P/E rất lớn trong giai đoạn đầu năm 2000.

Cần ghi nhớ rằng, mặc dù tương tự, nhưng điều này không chỉ đơn giản là một sự xác nhận khác của chiến lược "mua cổ phiếu P/E thấp". Theo quy tắc của tôi, việc mua các cổ phiếu có chỉ số P/E trên mức trung bình là hoàn toàn ổn – miễn là khả năng tăng trưởng của công ty trên mức trung bình. Bạn có thể gọi đó là một chiến lược P/E thấp được điều chỉnh. Một số người gọi nó là GARP (tăng trưởng với mức giá hợp lý). Mua cổ phiếu với chỉ số P/E thấp liên quan đến triển vọng phát triển của nó. Nếu bạn có thể lựa chọn chính xác các công ty có tốc độ tăng trưởng trên mức trung bình, bạn sẽ nhận được lợi nhuận trên mức trung bình.

Quy tắc 3: Mua cổ phiếu có các câu chuyện về triển vọng tăng trưởng mà nhà đầu tư có thể dựa vào đó để xây lâu đài trên cát. Trong Chương 2, tôi đã nhấn mạnh tầm quan trọng của yếu tố tâm lý trong việc xác định giá cổ phiếu. Các nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư tổ chức không phải là cái máy tính tính toán chỉ số P/E rồi sau đó in ra các quyết định mua và bán. Họ là con người có cảm xúc – bị tác động bởi lòng tham, bản tính liều lĩnh, niềm hy vọng và nỗi sợ hãi khi đưa ra các quyết định trên thị trường chứng khoán. Vì vậy, việc đầu tư thành công đòi hỏi sự nhạy bén trong tư duy lẫn tâm lý. Tất nhiên, thị trường không chỉ hoàn toàn dự trên chủ quan; nếu tỷ lệ tăng trưởng tích cực được thiết lập, cổ phiếu chắc chắn sẽ phát triển. Song cổ phiếu cũng như con người – một số hấp dẫn hơn so với một số khác, đồng thời việc cải thiện chỉ số cổ phiếu có thể là nhỏ hơn và chậm hơn nếu câu chuyện của nó không bao giờ trở nên nổi tiếng. Vậy lời khuyên của tôi là hãy tự hỏi xem liệu câu chuyện về cổ phiếu của bạn có lôi cuốn đám đông hay không? Liệu đó có phải là câu chuyện có thể tạo ra những giấc mơ có sức lan truyền? Đó có phải là giấc mơ mà dựa vào đó, nhà đầu tư có thể xây lâu đài trên cát – nhưng với một nền tảng vững chắc?

Quy tắc 4: Giao dịch chứng khoán ít nhất có thể. Thường xuyên chuyển đổi không mang lại điều gì khác ngoài số tiền phải trả cho người môi giới và gia tăng gánh nặng thuế. Tôi không nói: "Đừng bao giờ bán cổ phiếu mà bạn thu được lợi." Các tình huống khiến bạn mua cổ phiếu có thể thay đổi, và đặc biệt khi đến thời điểm hoa tulip xuất hiện trên thị trường, nhiều cổ phiếu tăng trưởng thành công của bạn có thể được định giá quá cao và quá nhiều trong danh mục đầu tư, như đã xảy ra trong cơn cuồng Nifty Fifty vào thập niên 1970 hoặc bong bóng Internet giai đoạn 1999-2000. Nhưng rất khó để nhận thấy thời điểm chính xác để bán, và có thể bao gồm chi phí thuế cao. Tôi rất ghét các cổ phiếu thất bại. Ngoại trừ một số trường hợp, tôi thường bán bất kỳ cổ phiếu nào gây tổn thất trước khi kết thúc một năm. Lý do mà tôi chọn thời điểm này là tổn thất có thể giảm (tùy theo số lượng nhất định) xét về phương diện thuế, hoặc có thể mang lại khoản lãi lẽ ra bạn đã có. Do vậy, việc chấp nhận tổn thất có thể giúp giảm tổn thất bằng cách giảm chi phí thuế. Không phải lúc nào tôi cũng chấp nhận tổn thất. Nếu sự tăng trưởng mà tôi dự đoán bắt đầu trở thành sự thật và tôi tin rằng cổ phiếu của mình sẽ hoạt động tốt hơn, tôi có thể nắm giữ lâu hơn một chút. Tuy nhiên, tôi không khuyến khích bạn kiên trì hết mức trong các tình huống này, đặc biệt là khi phản ứng nhanh có thể tạo ra ưu đãi thuế ngay lập tức.

Lý thuyết thị trường hiệu quả cảnh báo rằng các quy tắc sáng suốt sau đây không thể dẫn đến hoạt động tốt hơn. Và các nhà đầu tư nghiệp dư phải chịu rất nhiều cản trở. Các báo cáo lợi

nhuận không phải lúc nào cũng đáng tin, như bài học mà các nhà đầu tư nhận được từ Enron và WorldCom đầu thập niên 2000. Khi một câu chuyện xuất hiện trên báo chí, có thể thị trường sẽ phản ứng trước thông tin đó. Việc lựa chọn các cổ phiếu riêng lẻ giống như chăm nuôi một con nhím thuần chủng vậy. Bạn nghiên cứu rồi lại nghiên cứu và quyết định, rồi sau đó tiến hành cẩn thận. Trong phép phân tích cuối cùng, nhiều nhà đầu tư đã đạt được thành công khi đi theo lời khuyên của tôi, tôi thấy rằng người chiến thắng trong trò chơi lựa chọn cổ phiếu chủ yếu được hưởng lợi từ "Vị thần may mắn".

Vì tất cả những may rủi của nó, việc lựa chọn cổ phiếu riêng lẻ là một trò chơi hấp dẫn. Hãy nhớ rằng rất nhiều nhà đầu tư khác, kể cả những người chuyên nghiệp – cũng đang cố gắng cùng chơi. Khả năng một người luôn đánh bại thị trường là rất mong manh. Tuy nhiên, với nhiều người trong số chúng ta, việc cố gắng dự đoán thị trường là một trò chơi hứng thú mà khó có thể từ bỏ. Thậm chí nếu bạn tin mình không thể kiếm được hơn mức trung bình, tôi chắc rằng hầu hết vẫn tiếp tục muốn theo đuổi trò chơi lựa chọn cổ phiếu. Quy tắc của tôi cho phép bạn thực hiện theo hướng hạn chế đáng kể khả năng gặp rủi ro.

Nếu thật sự muốn tự lựa chọn cổ phiếu, tôi thành thật khuyên bạn thực hiện theo một chiến lược tổng hợp: Lập chỉ số phần cốt lõi của danh mục đầu tư và cố gắng chơi trò chơi lựa chọn cổ phiếu với số tiền mà bạn có thể chấp nhận một mức độ rủi ro hơn nào đó. Nếu phần lớn các quỹ hưu trí của bạn được lập chỉ số trên diện rộng và các cổ phiếu được đa dạng hóa với trái phiếu và bất động sản, bạn có thể đầu cơ an toàn với một số cổ phiếu riêng lẻ, đồng thời biết chắc rằng khoản tiết kiệm chính của mình vẫn an toàn.

Bước Người chơi thay thế: Thuê một người bộ hành chuyên nghiệp của Phố Wall

Có một cách đơn giản hơn để đánh liều với cú nhảy đầu tư: Thay vì cố gắng chọn một cổ phiếu thành công, hãy chọn các huấn luyện viên giỏi nhất (người quản lý đầu tư). Các huấn luyện viên này là các nhà quản lý quỹ tương hỗ tích cực, và có hàng nghìn người để bạn lựa chọn.

Để bổ sung biện pháp giảm thiểu rủi ro thông qua đa dạng hóa, các quỹ tương hỗ mang lại khả năng tự do lựa chọn cổ phiếu và giảm bớt giấy tờ kế toán cũng như việc lưu giữ hồ sơ sổ sách vì mục đích thuế. Hầu hết các quỹ cũng cung cấp một số dịch vụ đặc biệt, chẳng hạn như tự động tái đầu tư cổ tức và các kế hoạch rút tiền mặt thường xuyên. Một quỹ tương hỗ là phương tiện đầu tư hấp dẫn cho các tài khoản hưu trí.

Trong những lần xuất bản trước của cuốn sách này, tôi đã cung cấp tên một số nhà quản lý đầu tư cũng như tiểu sử tóm tắt giải thích phong cách đầu tư của họ. Các nhà quản lý này là một trong số ít những người có khả năng đánh bại thị trường trong một thời gian dài. Tôi đã bỏ phần này trong lần xuất bản này vì hai lý do.

Thứ nhất, ngoại trừ Warren Buffett, các nhà quản lý này hiện đã rút khỏi việc quản lý danh mục đầu tư tích cực, bản thân Buffett cũng đã đến tuổi nghỉ hưu vào đầu năm 2000. Thứ hai, tôi ngày càng tin rằng những ghi chép trước đây về các nhà quản lý quỹ tương hỗ gần như vô giá trị trong việc dự đoán thành công tương lai. Một vài ví dụ về hoạt động nổi trội thường ít diễn ra hơn so với dự đoán.

Giả sử bạn muốn đầu tư vào một quỹ tương hỗ được quản lý tích cực, liệu có khả năng lựa chọn được một quỹ sẽ đứng đầu hay không? Một phương pháp đáng tin cậy rất được nhiều nhà lập kế hoạch tài chính và chủ bút ưa thích là lựa chọn các quỹ có báo cáo hoạt động tốt nhất. Các trang tài chính trên báo và tạp chí đầy ắp quảng cáo của các quỹ, đưa ra tuyên bố rằng một quỹ nào đó là hàng đầu. Ít nhất có hai vấn đề với phương pháp này. Thứ nhất, nhiều quảng cáo sai lệch so với thực tế. Quỹ hàng đầu chủ yếu là trong một giai đoạn tự chọn nhất định và được so sánh với một nhóm (thường nhỏ) các quỹ cổ phiếu thường. Chẳng hạn, một quỹ đã tự quảng cáo rằng "Hiện đứng đầu về hoạt động.* Quỹ đã vượt qua các cơn bùng nổ và 11 đợt bầu cử tổng thống." Như vậy có nghĩa là quỹ này đã trải qua 44 năm hoạt động đỉnh cao. Sự thật của vấn đề chỉ được hé lộ trong một ghi chú nhỏ bằng dấu hoa thị, quỹ xếp thứ nhất chỉ trong một giai đoạn kéo dài ba tháng và được so sánh với một nhóm quỹ có giá trị tài sản vào khoảng 250-500 triệu đô-la.

Lý do quan trọng hơn để nghi ngờ các báo cáo hoạt động trước đây là không có mối liên hệ lâu dài nào giữa các hoạt động trong một giai đoạn với kết quả đầu tư trong giai đoạn tiếp theo. Tôi đã kiên trì nghiên cứu hoạt động của các quỹ tương hỗ trong hơn 40 năm và đưa ra kết luận rằng các nhà đầu tư không thể đảm bảo lợi nhuận của họ trên mức trung bình chỉ với cách mua các quỹ đầu tư có báo cáo hoạt động tốt nhất. Mặc dù có một vài ví dụ về các kết quả tuyệt vời diễn ra trong một thời gian dài, song nhìn chung không có sự tồn tại lâu dài đáng tin cậy nào. Bạn không thể đảm bảo có được hoạt động tốt bằng cách mua các quỹ tương hỗ từng đánh bại thị trường trong một giai đoạn nào đó. Một lần nữa, quá khứ không giúp dự đoán tương lai.

Tôi đã kiểm nghiệm một chiến lược mà đầu mỗi năm, các nhà đầu tư sẽ xếp hạng tất cả các quỹ đầu tư dựa trên các báo cáo trong vòng 12 tháng. Trong các chiến lược khác, tôi thấy nhà đầu tư mua các quỹ đầu tư thuộc nhóm 10 hoặc 20 quỹ hàng đầu, v.v... Bạn không thể luôn đánh bại thị trường bằng cách mua các quỹ tương hỗ hoạt động tốt nhất trong quá khứ.

Tôi cũng đã kiểm nghiệm một chiến lược mua các quỹ đầu tư "tốt nhất" được các tạp chí tài chính xếp hàng đầu. Các cuộc kiểm nghiệm này đã chỉ ra rằng bạn không thể dựa vào một báo cáo hoàn hảo sẽ tiếp diễn trong tương lai. Thực tế, thông thường các quỹ hoạt động tốt trong một giai đoạn sẽ kém hẳn trong giai đoạn sau.

Morningstar Mutual-Fund Information Service (Dịch vụ thông tin quỹ tương hỗ Morningstar)[L8]

Nếu thành tích hoạt động trong thời gian gần nhất không phải là chỉ số đáng tin cậy để lựa chọn một quỹ tương hỗ, vậy đâu mới chính xác? Tôi luôn cho rằng hai điều tuyệt vời nhất của nền công nghiệp quỹ tương hỗ là sự xuất hiện của Jack Bogle – người khởi xướng Vanguard Group có chi phí thấp và thân thiện với người mua trong suốt giữa thập niên 1970, và Don Phillips – người đã gây dựng Morningstar Service đầu thập niên 1990, dịch vụ cung cấp thông tin về các quỹ tương hỗ.

Về cơ bản, Morningstar là một trong những nguồn thông tin toàn diện nhất về các quỹ tương hỗ mà nhà đầu tư có thể tìm kiếm. Với mỗi quỹ tương hỗ, nó đưa ra một báo cáo đầy đủ về các thông tin liên quan. Báo cáo này cung cấp thông tin về lợi nhuận quá khứ, tỷ lệ mạo hiểm, thành phần trong danh mục đầu tư và phong cách đầu tư của quỹ đầu tư (chẳng hạn, quỹ đầu

tư vào các công ty nhỏ hay lớn, ưa thích các cổ phiếu giá trị với tỷ lệ P/E thấp, mua cổ phiếu trong nước hay nước ngoài, hoặc cả hai, v.v...). Các báo cáo chỉ ra rằng liệu quỹ đầu tư có bất cứ khoản phí nào (phí giao dịch), cũng như tỷ lệ chi phí hàng năm cho quỹ và tỷ lệ giá trị tài sản được thể hiện bằng giá trị chưa ghi nhận. Nếu mua các quỹ được quản lý
tích cực, bạn nên tìm các quỹ đầu tư không thu phí, doanh thu thấp, chi phí thấp với tăng trị chưa thực hiện ít để giảm thiểu chi phí thuế. Với các quỹ trái phiếu, Morningstar cung cấp thông tin về lợi nhuận, thời gian đáo hạn hiệu quả, chất lượng trái phiếu và thông tin về phí môi giới và chi phí.

Morningstar Service cũng sử dụng hệ thống đánh giá năm sao. Nó đánh giá hoạt động trong quá khứ, xem xét lợi nhuận trên thị trường rộng, chi phí cũng như rủi ro đi kèm với lợi nhuận. Các quỹ hàng đầu được xếp hạng năm sao – nhiều hơn hai sao so với Michelin[44] từng xếp hạng các nhà hàng hàng đầu thế giới. Các ngôi sao này rất hữu ích trong việc phân loại hoạt động trước đây. Tuy nhiên, không giống như các ngôi sao của Michelin – đảm bảo cho chất lượng bữa ăn ở mức nhất định – đánh giá của Morningstar không đảm bảo nhà đầu tư sẽ tiếp tục được hưởng hoạt động tốt. Trong quá khứ, các quỹ năm sao không hoạt động tốt hơn so với các quỹ ba sao hoặc thậm chí là một sao. Nhà đầu tư thông minh sẽ không chỉ dựa vào số lượng sao để đưa ra quyết định đầu tư chính xác.

Bài học vỡ lòng về chi phí quỹ tương hỗ

Chúng ta đã nói về sự kỳ diệu của lãi kép – thậm chí tỷ lệ lãi suất khiêm tốn nhất cũng có thể tạo ra kết quả đầu tư bất ngờ sau một vài năm. Sau vài năm, thậm chí những khác biệt nhỏ trong lãi suất bạn thu được sẽ dẫn đến những khác biệt lớn trong số tiền bạn tích lũy được cho giai đoạn nghỉ hưu hoặc các nhu cầu tiết kiệm khác. Vì vậy, điều quan trọng là mọi nhà đầu tư phải hiểu rõ làm thế nào tính toán các yếu tố rõ ràng trong phí đầu tư và phí quản lý quỹ. Vì nhiều nhà đầu tư sẽ sử dụng các quỹ như phương tiện ưu tiên để mua cổ phiếu và trái phiếu, họ phải hiểu được các vấn đề và yếu tố liên quan đến chi phí quỹ tương hỗ. Vì vậy, các nhà đầu tư cần chú ý đến các yếu tố quan trọng sau.

Phí môi giới

1. Phí trung gian. Phí trung gian là khoản phí hoa hồng phải trả khi bạn mua cổ phần quỹ. Phí trung gian có thể lên đến 5,75%. Nghĩa là nếu bạn đặt 1.000 đô-la vào một quỹ tương hỗ có phí cao, bạn sẽ chỉ đầu tư 942,50 đô-la. Bạn phải kiếm được 6,1% lợi nhuận để có thể có lại 1 nghìn đô-la. Lời khuyên của tôi là hãy tránh xa các quỹ đầu tư có phí trung gian cao.

2. Phí rút vốn và phí trao đổi. Phí rút vốn là khoản phí phải chịu khi bạn rút lại cổ phần quỹ. Khoản phí có thể là 1% giá trị của cổ phần được rút ra nếu bạn bán vào đầu năm, trong năm tiếp theo tỷ lệ sẽ giảm đi. Phí trao đổi là khoản phí có tỷ lệ bằng nhau khi bạn trao đổi cổ phần quỹ của mình với các quỹ khác trong cùng một tập hợp quỹ giống nhau. Phí này không khuyến khích việc mua bán trong giai đoạn ngắn và không phải là vấn đề đối với các nhà đầu tư dài hạn.

Chi phí

1. Phí điều hành và quản lý đầu tư. Tỷ lệ chi phí của một quỹ bao gồm các khoản phí điều

hành và tư vấn đầu tư mà quỹ phải chịu tính theo tỷ lệ tài sản ròng trung bình. Các tỷ lệ chi phí này nằm từ khoảng 1/10 của 1% mỗi năm (đối với các quỹ chỉ số) lên tới 2% mỗi năm. (Ghi chú rằng chỉ số sau cao hơn chỉ số trước đến 20 lần – và sẽ tạo ra sự khác biệt lớn sau này). Một số quỹ đầu tư mới (đặc biệt là các quỹ tiền tệ) tạm thời không thu mọi loại phí để củng cố lợi suất hiện hành được báo trước. Các nhà đầu tư cần cảnh giác với vấn đề là họ sẽ phải sốc với tổng chi phí ngay khi giai đoạn quảng bá kết thúc.

2. Phí 12b-1: là chi phí xây dựng quỹ, không phải là chi phí trung gian mà là phí hàng năm dựa trên tài sản quỹ. 12b-1 nhắc đến quy tắc SEC cho phép thu các phí này. Hơn một nửa các quỹ tương hỗ có phí 12b-1.

Điểm quan trọng cần hiểu là tài sản của quỹ tương hỗ không có mối liên hệ nào với chi phí. Mặc dù với một số tài sản thì "tiền nào của nấy", nhưng bạn không "mua" được bất kỳ sự quản lý nào tốt hơn bằng việc trả phí cao. Mà ngược lại hoàn toàn – phí cao dẫn đến hoạt động đầu tư kém hiệu quả. Với các quỹ tương hỗ, bạn nhận được thứ bạn không mua. Cách chắc chắn nhất để có được hoạt động tốt từ quỹ tương hỗ được quản lý tích cực là mua các quỹ với chi phí thấp nhất.

Chi phí doanh thu

Một loại phí khác không thể hiện trong chi phí được công bố của quỹ là khoản phí phải gánh khi mua và bán chứng khoán qua quỹ. Các khoản phí này bao gồm phí môi giới và xu hướng các nhà đầu tư lớn chịu phí "ảnh hưởng thị trường". Khi một quỹ muốn mua hàng trăm triệu đô-la một loại cổ phiếu nhất định, lần mua ban đầu sẽ khiến giá cổ phiếu tăng. Điều tương tự cũng xảy ra theo hướng ngược lại nếu quỹ muốn bán. Do vậy, rất nhiều lần mua và bán thường làm giảm lợi nhuận của các cổ đông. Hơn nữa, các quỹ có doanh thu cao thường tạo ra lãi vốn lớn, rất nhiều trong số đó là ngắn hạn và do vậy, các quỹ này rất không hiệu quả về mặt thuế. Nếu bạn mua các quỹ được quản lý tích cực, hãy tránh các quỹ có doanh thu cao.

Quy tắc 50-50

Tôi đã thực hiện rất nhiều nghiên cứu về lợi nhuận quỹ tương hỗ trong nhiều năm, nhằm lý giải tại sao một số quỹ lại hoạt động tốt hơn các quỹ khác. Như đã trình bày ở trước, hoạt động trong quá khứ không giúp gì trong việc dự đoán lợi nhuận tương lai. Hai yếu tố hữu ích nhất để dự đoán hoạt động tương lai là các tỷ lệ chi phí và doanh thu. Chi phí và doanh thu cao sẽ làm giảm lợi nhuận – đặc biệt là lợi nhuận sau thuế nếu các quỹ được nắm giữ trong tài khoản bị đánh thuế. Các quỹ được quản lý tích cực hoạt động tốt nhất có tỷ lệ chi phí khiêm tốn và doanh thu thấp. Tôi khuyến khích các nhà đầu tư chỉ mua các quỹ có tỷ lệ chi phí thấp hơn 50 điểm (1/2 của 1%) và doanh thu thấp hơn 50%. Tỷ lệ chi phí và số liệu thống kê về doanh thu có thể tìm thấy trong trang web của các quỹ và các nguồn thông tin đầu tư như Morningstar.

Phương pháp Malkiel

Trong những lần xuất bản trước, tôi đã đề cập rằng tôi muốn mua cổ phần của quỹ tương hỗ đặc biệt được gọi là quỹ đóng (chính thức là công ty có cổ phần cố định). Các quỹ đóng khác với các quỹ tương hỗ dạng mở (nhóm quỹ đã được thảo luận ở phần trước) là chúng không phát hành hoặc mua lại cổ phần sau lần chào bán đầu tiên. Để mua hoặc bán cổ phần, bạn phải

bước vào thị trường – thường là Sở Giao dịch Chứng khoán New York.

Giá cổ phần phụ thuộc vào giá mà các nhà đầu tư sẵn sàng trả; tuy nhiên, không giống như cổ phần của quỹ đầu tư dạng mở, mức giá này không nhất thiết liên quan đến giá trị tài sản ròng. Do vậy, một quỹ đóng có thể bán với lợi nhuận cao hơn hoặc giảm so với giá trị tài sản ròng của nó. Trong suốt thập niên 1970 và đầu thập niên 1980, các quỹ này bán với chiết khấu lớn so với giá trị tài sản ròng của chúng. Các quỹ đóng thuê các nhà quản lý chuyên nghiệp, chi phí của họ cũng không cao hơn so với các quỹ tương hỗ thông thường. Vậy nên với những người tin vào hoạt động quản lý đầu tư chuyên nghiệp, đây là cách để mua với tỷ lệ chiết khấu.

Một phần nhỏ khoản chiết khấu của các quỹ đóng có thể được giải thích bởi những cân nhắc hợp lý. Một số quỹ có lượng lãi vốn đáng kể chưa thu được trong danh mục đầu tư có thể ảnh hưởng đến thời gian thực hiện nghĩa vụ thuế của một cá nhân. Các quỹ đầu tư khác nắm giữ một lượng lớn "cổ phần không đăng ký", việc bán cổ phiếu bị giới hạn và giá thị trường có thể không phản ánh chính xác giá trị thực. Nhưng những cân nhắc này có thể chỉ giải thích một phần nhỏ về việc chiết khấu tăng lên đến 40% trong giai đoạn cuối thập niên 1970. Theo cá nhân tôi, đó là do tính không hiệu quả chưa được khai phá của thị trường, và tôi hy vọng các nhà đầu tư tận dụng triệt để cơ hội này khi nó đến.

Cái hay của việc mua các quỹ đóng được chiết khấu cao là thậm chí nếu tỷ lệ chiết khấu được giữ ở mức cao, các nhà đầu tư vẫn có thể thu về khoản lợi nhuận lớn. Nếu mua một cổ phiếu được chiết khấu 25%, bạn sẽ có 4 đô-la giá trị tài sản mà dựa vào đó, cứ 3 đô-la mà bạn đầu tư có thể nhận được cổ tức. Vậy nên nếu các quỹ đầu tư thu được lãi thị trường ở mức hòa, như những người tin vào bước đi ngẫu nhiên dự đoán, bạn vẫn vượt trên mức trung bình.

Nó cũng giống như một tài khoản tiết kiệm trả lãi 5%. Bạn gửi ngân hàng 100 đô-la và lãi 5 đô-la mỗi năm. Chỉ tài khoản tiết kiệm này mới có thể được mua với tỷ lệ chiết khấu 25% – nói cách khác là với 75 đô-la. Bạn vẫn có 5 đô-la tiền lãi (5% của 100 đô-la); nhưng vì bạn chỉ đóng 75 đô-la cho tài khoản, lợi nhuận của bạn là 6,67% (5÷75). Nên nhớ rằng sự gia tăng lợi nhuận này là không thể dự đoán. Thậm chí nếu bạn chỉ nhận lại 75 đô-la khi gửi tiền ở ngân hàng, bạn vẫn nhận được khoản lợi nhuận thêm lớn khi nắm giữ tài khoản. Khoản chiết khấu cho các quỹ đóng mang lại lợi nhuận tương tự. Bạn có cổ tức từ 1 đô-la giá trị của tài sản, thậm chí nếu bạn chỉ đóng 75 đô-la.

Chiến lược đó có tác dụng còn hơn cả mong đợi. Mức chiết khấu đã bị thu hẹp đáng kể trong các quỹ đóng của Mỹ.
Tôi nghĩ lý do cơ bản để thu hẹp là thị trường vốn của chúng ta hoàn toàn hiệu quả. Thị trường có thể định giá sai về tài sản bất cứ lúc nào, tạo ra tính không hiệu quả nhất thời. Tuy nhiên, nếu thật sự có khu vực định giá không hiệu quả mà thị trường có thể phát hiện và khai thác, các nhà đầu tư tìm kiếm giá trị sẽ tận dụng những cơ hội này và do đó khiến chúng biến mất. Định giá sai có thể tồn tại và thậm chí diễn ra trong một giai đoạn, nhưng luật hấp dẫn tài chính sẽ "nắm được gáy" và giá trị thực sẽ quay về.

Trong những lần xuất bản trước của cuốn sách này, tôi từng đề cập câu chuyện rằng tôi đã cho con trai tôi, Jonathan, tiền bản quyền lần xuất bản đầu tiên. Do vậy, tôi đã đầu tư tiền vào một danh mục đầu tư của quỹ định hạn có tỷ lệ chiết khấu khá lớn. Hoạt động đầu tư được thực hiện chủ yếu vào cuối năm 1973 (gần mức đỉnh của thị trường, do vậy đây là thời điểm đầu tư

tồi tệ) và gần cuối năm 1974 (sau khi thị trường trải qua giai đoạn suy giảm mạnh). Chiến lược này đã vượt trội đáng kể so với thị trường. Việc giới hạn khoản chiết khấu đã giúp tạo ra lợi nhuận rất lớn. Song chiến lược này cũng đòi hỏi sự can đảm. Các khoản đầu tư năm 1973, được tiến hành khi thị trường ở mức cao, đã chìm xuống nước vào cuối năm 1974[45]. Thật may mắn, khoản tiền bản quyền đến kịp lúc, tôi mua được nhiều cổ phiếu hơn cho Jonathan, và kết quả cuối cùng còn hơn cả mức mong đợi.

Bảng 15.2: Các quỹ đóng thị trường mới nổi bán chiết khấu dựa vào giá trị tài sản (tháng 5/2006)[L9]

Tên quỹ đầu tư	*Giá trị tài sản ròng (đô-la)*	*Giá (đô-la)*	*Khoản chiết khấu (%)*	*Mô tả*
Templeton Dragon (TDF)	23,58	22,50	-4,6%	Hồng Kông, Trung Quốc, Đài Loan
Morgan Stanley Asia-Pacific (APF)	19,38	16,83	-13,2	Thị trường châu Á
Latin American Equity (LAQ)	41,02	35,46	-13,6	Thị trường mới nổi châu Mỹ Latinh
Korea Fund (KF)	41,39	38,67	-6,6	Chứng khoán Hàn Quốc
Malaysia Fund (MF)	6,24	6,07	-2,7	Chứng khoán góp vốn cổ phần của các công ty Malaysia
Singapore Fund (SGF)	13,45	12,09	-10,5	Chứng khoán Singapore (ít nhất 65%) và các quốc gia thuộc khu vực Thái Bình Dương
Morgan Stanley Emerging Market (EMF)	28,14	25,39	-9,8	Tất cả các thị trường mới nổi
Taiwan (TWN)	19,14	17,58	-8,2	Chứng khoán Đài Loan

Tại thời điểm ấn bản này được xuất bản, khoản chiết khấu của chúng đã gần kết thúc, do đó hầu hết các quỹ đóng Mỹ không còn là cơ hội đầu tư hấp dẫn nữa[46]. Nhưng khoản chiết khấu vẫn tồn tại trong một số quỹ đầu tư nước ngoài và quỹ đầu tư vào thị trường mới nổi. Các danh mục đầu tư đa dạng của các quỹ đóng thị trường mới nổi bán ở mức chiết khấu là biện pháp thay thế thích hợp cho một quỹ chỉ số thị trường mới nổi. Khi tỷ lệ chiết khấu là 10% hoặc hơn, đó là lúc mở hầu bao để đầu tư vào một quỹ đóng. Bảng sau đây liệt kê một số quỹ đầu tư thị trường mới nổi với khoản chiết khấu giai đoạn giữa năm 2006. Hãy kiểm tra mức chiết khấu khi bạn sẵn sàng đầu tư để xác định liệu nó có lớn hơn 10% hay không. Tỷ lệ chiết khấu thay đổi theo từng tuần.

Nghịch lý

Mặc dù một số quỹ đóng thuộc thị trường mới nổi tỏ ra rất hấp dẫn trong suốt thập niên 2000, các quỹ đầu tư trong nước nắm giữ vốn cổ phần Mỹ không còn bán ở mức giá ưu đãi như trong các giai đoạn trước nữa. Điều này chỉ ra một nghịch lý quan trọng về tư vấn đầu tư, cũng như câu châm ngôn rằng giá trị thực cuối cùng sẽ giành được lợi thế trên thị trường. Có một nghịch lý cơ bản về tính hữu ích của các tư vấn đầu tư liên quan đến các chứng khoán nhất định. Nếu nhiều người làm theo sự tư vấn, chính vốn hiểu biết mà nó đưa ra sẽ phá hủy tính hiệu quả của nó. Nếu mọi người đều biết về một "món hời" và vội vàng mua vào, giá của món hàng này sẽ tăng lên cho đến khi nó không còn hấp dẫn nữa. Thực tế, áp lực giá tăng sẽ diễn ra cho đến khi nó vẫn còn là một món hời.

Lý thuyết thị trường hiệu quả đã dựa vào một nền móng quan trọng. Nếu tin tức lan truyền không bị khống chế, giá sẽ phản ứng rất nhanh. Trong lần xuất bản ấn phẩm này năm 1981, tôi đã cho rằng khoản chiết khấu hợp lý sẽ không phổ biến: "Tôi sẽ rất ngạc nhiên nếu thấy tỷ lệ chiết khấu đầu thập niên 1980 duy trì mãi mãi." Cũng vì vậy, tôi nghi ngờ các quy tắc cơ bản như "mua cổ phiếu có chỉ số P/E thấp" hoặc "mua cổ phiếu các công ty nhỏ" sẽ luôn tạo ra nguồn lợi nhuận được điều chỉnh theo rủi ro ở mức cao đặc biệt. Và tôi cũng nghi ngờ việc các khoản chiết khấu lớn của các quỹ đầu tư thị trường mới nổi sẽ tồn tại lâu.

Tôi xin nhắc lại câu chuyện về vị giáo sư tài chính và sinh viên của ông ta. Khi cậu sinh viên phát hiện thấy có tờ giấy bạc 100 đô-la nằm trên mặt đường, vị giáo sư đã suy luận: "Nếu đó thật sự là tờ giấy bạc 100 đô-la, ai đó đã phải nhặt nó rồi chứ!" Thật may mắn, cậu sinh viên đã nghi ngờ, không chỉ các chuyên gia Phố Wall mà cả những giáo sư hiểu biết, và vậy là anh ta đã nhặt được tiền.

Rõ ràng, có một logic đáng xem xét đối với vị trí của vị giáo sư. Trong thị trường, nơi những người thông thái tìm kiếm giá trị, thì không thể nào xảy ra trường hợp luôn có người đánh rơi tờ bạc 100 đô-la để người khác nhặt. Nhưng lịch sử đã chứng minh rằng những cơ hội chưa được khai thác luôn tồn tại, chẳng hạn như các giai đoạn giá đầu cơ tăng. Chúng ta biết rằng người Hà Lan đã trả những mức giá khổng lồ cho củ hoa tulip, người Anh phung phí vào các bong bóng vô nghĩa nhất, còn các nhà quản lý quỹ hiện đại tự thuyết phục bản thân rằng một số cổ phiếu Internet không như các cổ phiếu khác có giá hợp lý. Và khi các nhà đầu tư kiệt sức, bi quan thì những cơ hội đầu tư chủ yếu, như các quỹ định hạn, đã trôi qua. Cuối cùng, sự định giá quá mức đã đúng và các nhà đầu tư nắm được các quỹ đóng tốt. Có lẽ vị giáo sư tài chính nên đưa ra lời khuyên rằng: "Cậu nên nhặt tờ bạc 100 đô-la đó càng nhanh càng tốt bởi vì nếu

nó thật sự nằm ở đó, chắc chắn người ta sẽ nhặt nó." Về mặt này tôi coi mình là một kẻ bộ hành ngẫu nhiên. Tôi tin rằng giá trị thực sẽ nằm ở ngoài, nhưng theo thời gian tôi không hề ngạc nhiên là sự bất thường vẫn tồn tại. Có thể có một vài tờ bạc 100 đô-la ở đâu đó, và chắc chắn tôi sẽ dừng bước đi ngẫu nhiên của mình để nhặt chúng lên.

Một số nhận xét cuối cùng trong chuyến bộ hành

Giờ là lúc chúng ta đã ở cuối chuyến bộ hành. Hãy nhìn lại một lúc và xem chúng ta đang ở đâu. Rõ ràng khả năng luôn đánh bại mức trung bình là rất hiếm. Ngay cả các phân tích cơ bản của hãng cổ phiếu về giá trị hay các phân tích kỹ thuật về xu hướng thị trường để xây lâu đài trên cát đều không thể tạo ra các kết quả to lớn và đáng tin cậy. Thậm chí các chuyên gia cũng phải cúi đầu xấu hổ khi họ so sánh các kết quả của mình với phương pháp lựa chọn cổ phiếu đầy may rủi.

Các phương pháp đầu tư tinh tế dành cho mỗi cá nhân phải được xây dựng theo hai bước. Thứ nhất, điều quan trọng là phải hiểu rõ việc cân bằng các yếu tố rủi ro – lợi nhuận và quyết định lựa chọn chứng khoán theo tính cách và nhu cầu của bạn. Phần IV đã cung cấp một bản hướng dẫn cẩn thận về mục này, bao gồm một số bài tập khởi động liên quan đến việc lập kế hoạch thuế để quản lý các quỹ dự trữ và hướng dẫn vòng đời để phân bổ danh mục đầu tư. Chương này tổng kết phần quan trọng của chuyến bộ hành xuống Phố Wall – ba bước quan trọng để mua cổ phiếu thường. Tôi đã bắt đầu bằng cách gợi ý các chiến lược nhạy bén phù hợp với sự tồn tại của các thị trường hiệu quả hợp lý. Chiến lược lập chỉ số là chiến lược mà tôi quan tâm nhất. Ít nhất thì cốt lõi của mọi danh mục đầu tư đều phải được lập chỉ số. Tuy nhiên, tôi nhận thấy việc nói với hầu hết các nhà đầu tư rằng không có hy vọng vượt lên mức trung bình cũng giống như việc nói với đứa trẻ lên sáu rằng ông già Noel không có thật.

Đối với những người say mê trò đầu cơ, kiên quyết chọn các cổ phiếu riêng lẻ với nỗ lực đánh bại thị trường, tôi đã đưa ra bốn quy tắc. Ưu thế chưa hẳn thuộc về bạn nhưng bạn có thể may mắn và thắng lớn. Tôi cũng nghi ngờ việc bạn có thể tìm thấy các nhà quản lý đầu tư có tài tìm ra một vài tờ bạc 100 đô-la hiếm hoi nằm đâu đó khắp thị trường. Đừng bao giờ quên rằng các báo cáo trong quá khứ không thể là những hướng dẫn đáng tin cho hoạt động trong tương lai.

Hoạt động đầu tư cũng giống trò tán tỉnh yêu đương vậy. Nó thật sự là một môn nghệ thuật đòi hỏi tài năng nhất định và sự hiện diện của một sức mạnh kỳ bí có tên là May mắn. Thực tế, sự may mắn chiếm đến 99% bí quyết thành công của rất ít người vượt lên được mức trung bình.

Xét ở một khía cạnh khác, trò chơi đầu tư cũng giống như chuyện yêu đương. Bạn khó có thể từ bỏ trò chơi thú vị này. Nếu bạn có tài nhận diện được các cổ phiếu có giá trị tốt, đồng thời có thể phát hiện một câu chuyện thu hút mọi người, thì sẽ thật tuyệt vời khi bạn được thị trường công nhận mình đúng. Thậm chí nếu bạn không may mắn như vậy, các quy tắc của tôi sẽ giúp bạn hạn chế rủi ro và tránh những thương tổn mà đôi khi bạn gặp phải trong trò chơi này. Nếu bạn biết mình sẽ thắng hoặc ít nhất không mất quá nhiều, và nếu bạn lập chỉ số cho phần cốt lõi trong danh mục đầu tư, bạn có thể hài lòng khi chơi trò chơi này. Cuối cùng, tôi hy vọng cuốn sách này sẽ giúp trò chơi thêm phần thú vị.
